

Latinoamérica frente a la crisis financiera global: desafíos y respuestas¹

JORGE VIÑAS
Universidad del Salvador

Latinoamérica frente a la crisis financiera global: Desafíos y respuestas.

Resumen

Este ensayo expone en primer lugar una descripción resumida de la situación que presentaban las principales economías latinoamericanas al momento de estallar la actual crisis financiera internacional, destacando los mejores fundamentos que exhibían en relación a episodios de crisis anteriores. Luego analiza el impacto que la crisis ha tenido en la región hasta mediados de 2009 y enumera las principales medidas de política que han adoptado los respectivos Gobiernos para contrarrestar los efectos negativos, junto con una evaluación de las mismas y las posibilidades y restricciones que enfrenta cada uno. Finalmente, busca identificar los principales factores que incidirán sobre el desempeño económico de la región en el corto y mediano plazo.

Palabras clave: Latinoamérica; crisis financiera global; políticas monetaria y fiscal; commodities

¹ Una versión previa del presente trabajo fue publicado como Estudios Especiales N° 2 del Instituto de Investigaciones Económicas de la USAL en julio de 2009. El autor agradece los oportunos comentarios y sugerencias de Juan Miguel Massot, Héctor Rubini y Gustavo Martín. Todo error y/u omisión subyacente es de exclusiva responsabilidad del autor.

Latin America facing the global financial crisis: Challenges and responses.

Abstract

This essay firstly depicts the situation of the major Latin American economies at the onset of the ongoing international financial crisis, highlighting their best fundamentals with respect to earlier crisis events. Then, it analyses the economic impact of the financial meltdown on the region until mid-2009, and enumerates the main decisions made by each government to offset their negative effects, along with an assessment of them, and of the possibilities and alternatives and constraints they face. Finally, this essay is intended to identify the main determinants of the region's economic performance in the short and in the medium term

Keywords: Latin American Countries; global financial crisis; monetary and fiscal policies; commodities

Clasificación JEL: E6, F5

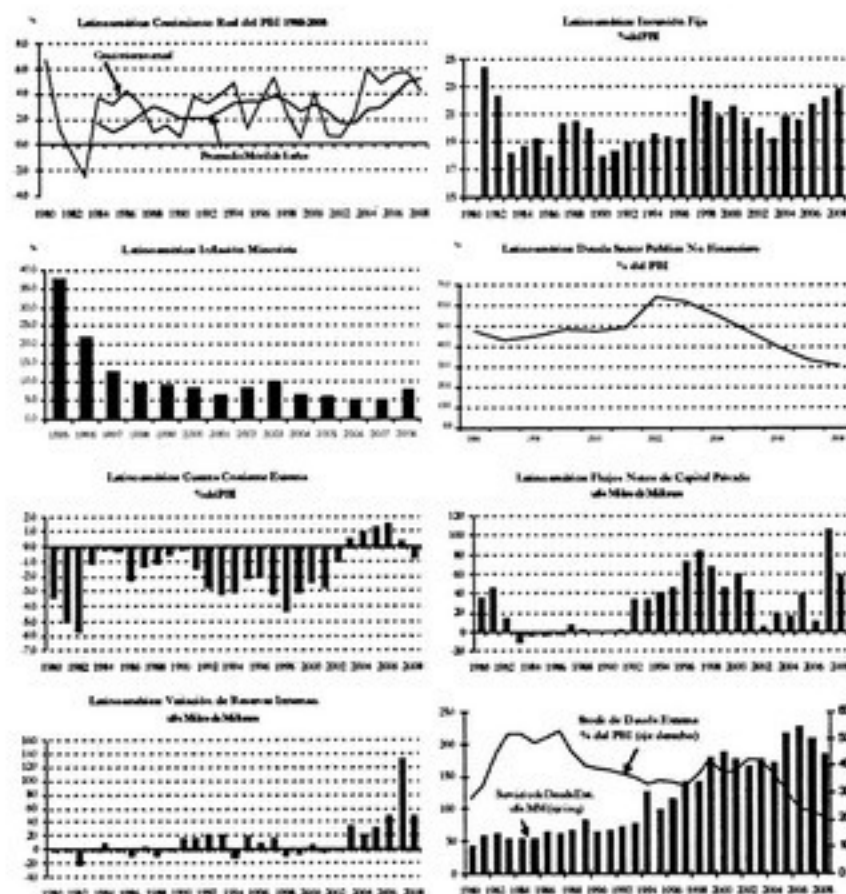
1. Introducción

El período 2003-2008 seguramente será recordado como uno de los más auspiciosos para Latinoamérica². En efecto, en ese lapso los países de la región, casi sin excepciones, registraron crecimiento económico

2 Todas las estadísticas agregadas de Latinoamérica corresponden a la categoría "América Latina y el Caribe" según la clasificación del FMI (véase FMI (2009c), página 57), que incluye todos los países de América del Sur, de América Central y del Caribe más México; los cálculos corresponden a promedios ponderados en los que los ponderadores surgen de la participación del PBI de cada país, en función de la PPA (Paridad de Poder Adquisitivo), en el PBI regional. Este agrupamiento presenta países de diversas características, lo que da lugar a la conformación de subgrupos. El subgrupo más importante es el denominado "AL5", que agrupa a "los países exportadores netos de materias primas que aplican regímenes de metas de inflación" formado por Brasil Chile, Colombia, México y Perú, que en conjunto representan más de 2/3 del PBI de la región.

ininterrumpido, mejoras en sus indicadores de solvencia interna y externa, avances en el frente social, y estabilidad política con afianzamiento del sistema democrático³.

Gráfico 1. Evolución de los principales indicadores macroeconómicos de Latinoamérica, 1980-2008



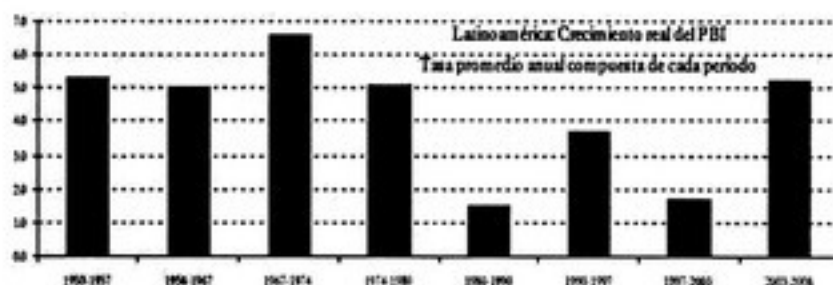
Fuente: IIE en base a datos de FMI y CEPAL.

³ Véase Orampo (2008)

Todo esto, en un contexto internacional sumamente favorable, caracterizado por una fuerte suba de los precios relativos de las materias primas, la expansión sostenida del comercio internacional y una amplia liquidez financiera a nivel global, lo que redundó en mejoras de los términos de intercambio, aumento en los volúmenes y diversificación de los destinos de las exportaciones, así como un fluido ingreso de capitales en la mayoría de los países latinoamericanos⁴. Los gobiernos de la región en general también hicieron su aporte al escenario positivo, realizando un manejo prudente de la política económica, pese a que lamentablemente no hubo avances significativos en las reformas tendientes a introducir mayor eficiencia en la gestión del sector público y mayor competencia en el sector privado⁵.

El **Gráfico 2** resume el ciclo latinoamericano desde los años '50⁶. Se advierte que la etapa alcista de la actividad económica más reciente es la más rápida desde la que se registró entre la última parte de la década del '60 y la primera mitad de los '70. No obstante, dado que desde aquel entonces el ritmo de crecimiento de la población disminuyó sensiblemente, en términos de producto per capita ambas expansiones han sido similares, a un ritmo promedio en torno al 3,9% anual.

Gráfico 2. Crecimiento económico en América Latina



Fuente: José Antonio Ocampo (2008), en base a datos de CEPAL.

4 CEPAL (2009c) y Ocampo (2008)

5 Véase Edwards (2007)

6 Véase Ocampo (2008)

Este proceso favorable, con carácter más amplio y bases más sólidas que en ciclos expansivos anteriores, generó expectativas de que en esta ocasión Latinoamérica podría estar entrando definitivamente en el "sendero de convergencia"⁷ que históricamente le ha sido tan esquivo. A tal punto que, en las primeras etapas de la crisis financiera global, cuando las consecuencias más severas habían empezado a manifestarse sólo en EEUU y otros países desarrollados, la teoría de que Latinoamérica junto a otros países emergentes conseguiría "desacoplarse" de la crisis global y sostener tasas positivas de crecimiento económico, atrajo numerosos adherentes. Sin embargo, la debacle global desatada tras la quiebra del banco de inversión norteamericano Lehman Brothers ocurrida el 16 de septiembre de 2008, dio por tierra con la teoría del "decoupling"⁸, arrastrando a países desarrollados y emergentes sin distinción. De esta forma, en el último trimestre de 2008 las economías latinoamericanas experimentaron un freno brusco en el nivel de actividad, que en primer término se manifestó en los sectores más ligados al sector externo. Sin embargo, debido a la contracción del crédito y del mercado laboral, pronto también empezó a resentirse la demanda interna⁹.

El optimismo por el "decoupling", que demostró carecer de sustento real¹⁰, mutó velozmente en pesimismo y temor a que se reediten las condiciones de crisis sistémica que en forma recurrente han asolado la región en los últimos 30 años. Frente a este abrupto cambio de escenario,

7 Aunque habían transcurrido 5 años de expansión, todavía era demasiado pronto como para poder sacar conclusiones serias respecto a la cuestión de la convergencia ya que la misma es una ecuación económica de largo plazo, esto es, se requieren varias décadas para emitir un juicio sobre ella.

8 Para una descripción detallada de la teoría del "decoupling" y el debate que se suscitó en torno a ella a principios de 2008, véase por ejemplo el artículo de The Economist (2008), "Decoupling is not a myth"; y también el discurso del Vicepresidente de la Reserva Federal de EEUU Donald L. Kohn (Kohn, 2008) en el Foro Internacional de Investigación sobre Política Monetaria en Frankfurt, Alemania, el 26 de junio de 2008: "Global Economic Integration and Decoupling".

9 Véase FMI (2009c) y CEPAL (2009a).

10 Como se explica más adelante en el punto 2.c, la tesis original del "decoupling" postulaba que las economías emergentes sólo sufrirían marginalmente la crisis y sus mercados de capitales saldrían relativamente ilesos. Esto no se verificó, independientemente de que algunos países emergentes, entre ellos los latinoamericanos como se argumenta en el punto 4.b, puedan recuperarse y salir de la crisis más rápido que el mundo desarrollado.

los gobiernos de la región empezaron a adoptar medidas para morigerar el impacto de la contracción de la demanda privada.

Este trabajo se propone en primer lugar, hacer una descripción resumida de la situación que presentaban las principales economías latinoamericanas al momento de estallar la crisis, para luego analizar el impacto que ha tenido hasta ahora, y enumerar las principales medidas que han adoptado los respectivos Gobiernos junto con una evaluación de las mismas de acuerdo a las posibilidades y restricciones que enfrenta cada uno. Finalmente, busca identificar los principales factores que incidirán sobre el desempeño económico de la región en el corto y mediano plazo.

Si bien es cierto que en general la crisis actual encontró a los países latinoamericanos en una posición macroeconómica y financiera más sólida que crisis anteriores, el margen de maniobra con que cuentan los gobiernos para adoptar medidas compensatorias, y la probabilidad de éxito asociada a las mismas, es estrecho y difiere de país en país. Tales diferencias dependen en buena medida del grado de prudencia y de previsión con que cada Gobierno se manejó a lo largo de la fase alcista del ciclo (los años de "vacas gordas"). Sin embargo hay que resaltar que, más allá de lo prudente que sean los gobiernos, el contexto global sigue teniendo una importancia sustantiva.

En este sentido, independientemente de los matices que se advierten en la forma de proceder de los respectivos gobiernos frente a la crisis, todos están sujetos al mismo debate que involucra a los planes de salvataje y programas monetarios y fiscales expansivos por miles y miles de millones de dólares que, con EEUU a la cabeza, se están implementando en todo el mundo¹¹. Dicho debate, que se centra en torno a la eficacia de los programas para contrarrestar la crisis, así como sus consecuencias para el desempeño económico a mediano y largo plazo, aun dista de alcanzar un

¹¹ Para un cálculo del costo de los paquetes de ayuda al sistema financiero anunciados en los países desarrollados y en los principales países emergentes al 18 de febrero de 2009, véase FMI (2009a). El total global, incluyendo garantías otorgadas, asciende al 24,9% del PBI, casi todo concentrado en el mundo desarrollado, donde ascienden al 43% del PBI. También estima el costo de las medidas fiscales discrecionales adoptadas por los países del G-20 para 2009 y 2010; el total asciende al 2,0% del PBI en 2009 y 1,6% del PBI en 2010, con EEUU, China, Australia y Alemania a la cabeza en términos de la magnitud del estímulo fiscal.

consenso básico, e incluso entre economistas de una misma corriente de pensamiento se advierten agudas diferencias de opinión¹².

Al respecto, más allá de los aciertos o errores en las medidas específicas adoptadas para lidiar con el impacto contractivo de la crisis, la "suerte" de las economías latinoamericanas está atada a la resolución de la crisis a nivel global, en particular en su epicentro, los Estados Unidos. Si allí no se encuentran las soluciones adecuadas y la implosión de la actividad económica continúa profundizándose, muy poco pueden hacer los gobiernos para evitar que las economías de la región sean arrastradas. En cambio, si los sucesivos (y acumulativos) planes anunciados finalmente consiguen estabilizar la economía americana, y del mundo desarrollado en general, aun cuando la recuperación posterior sea lenta y poco vigorosa, América Latina está en buena posición para volver a experimentar una expansión del nivel de actividad en forma rápida.

Con un horizonte más de largo plazo, para mejorar el desempeño económico de los últimos 50 años los países de la región deben apuntar a aumentar la tasa de crecimiento promedio, así como a reducir su volatilidad. Para ello, no es suficiente el aprovechamiento de las oportunidades que ofrece la apertura e integración a la economía global (a través del aumento de la productividad derivado de la especialización en los patrones de comercio internacional, y de la atracción de flujos de capital para financiar el proceso de inversiones), sino que se deben promover y consolidar arreglos institucionales que faciliten un funcionamiento más eficiente del Estado y del sistema económico en general.

2. Mejor preparados que nunca

2.a. Una larga historia de ilusiones y decepciones.

A lo largo de los últimos cincuenta años¹³, Latinoamérica ha alenta-

¹² Para un análisis detallado de los orígenes y el desarrollo de la crisis financiera en EEUU, véase Rubini (2009); para una visión crítica de los planes de salvataje del sistema financiero americano, véase Stiglitz (2009).

¹³ Para una perspectiva de más largo plazo de las economías latinoamericanas véase Catão (2007).

do en forma recurrente expectativas positivas respecto a su ingreso en un proceso virtuoso de crecimiento sostenido. En todos los casos, el optimismo se demostró exagerado (en el **Gráfico 3** se aprecia que la convergencia nunca se materializó) ya que cada ciclo de crecimiento terminó resultando insostenible, generalmente interrumpidos en forma abrupta por crisis severas, en algunas ocasiones originadas endógenamente, en otras como consecuencia de shocks exógenos. Según Edwards (2007), las sucesivas crisis que afectaron a la región han infligido un costo de 16% del PBI en el transcurso de una generación.

Gráfico 3. ¿Convergencia o Divergencia? La declinante participación de Latinoamérica en el PBI mundial



Fuente: IIE, en base a datos de FMI, World Economic Outlook Database April 2009. Acceso en Internet: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2009/01/weodata/index.aspx>

Así, al fuerte crecimiento experimentado en los 60, le sucedió una acumulación acelerada de deuda externa en los 70, en medio de la interrupción de los procesos democráticos a manos de gobiernos de facto de origen militar, lo que culminó en la crisis de la deuda y el default de 1982. A esa debacle sobrevino la oscuridad de la década del 80, la "década perdida", caracterizada por el aislamiento y el estancamiento, lo

que complicó y tornó inestables los incipientes procesos de restauración democrática en la región.

A principios de los 90 renace la esperanza con el Plan Brady y los programas de reformas estructurales pro-mercado, que dan lugar a una avalancha de ingresos de capital a los países de la región. Los capitales eran atraídos por la promesa de retornos extraordinarios, imposibles de obtener en un mundo desarrollado en el que la recesión en EEUU había llevado a una fuerte baja de tasas por parte de la Reserva Federal, en Japón acababa de estallar la burbuja inmobiliaria y bursátil, y estaba entrando en una depresión de la que nunca pudo recuperarse del todo, mientras que en Europa Alemania debía asumir los costos de la incorporación de Alemania Oriental. Los abundantes flujos de capital alentaron un boom de demanda interna, tanto de consumo como de inversiones (orientadas en buena medida hacia sectores no transables), lo que se tradujo en un repunte de la tasa de crecimiento y en mejoras de productividad, pero también en agudos desequilibrios macroeconómicos, en especial en el sector externo, con crecientes déficits de cuenta corriente y apreciación pronunciada del tipo de cambio real. En general la política económica que se impuso en aquellos años, en lugar de buscar atenuar los efectos negativos del proceso descrito, exacerbó los desequilibrios, al establecer un mix de política monetaria cuasi-pasiva (debido a los sistemas cambiarios rígidos que prevalecían por entonces) con política fiscal expansiva¹⁴.

La falta de sustentabilidad de tales políticas quedó al desnudo cuando la Fed inició en febrero de 1994 un proceso de suba de tasas que puso un freno al ingreso de capitales a Latinoamérica, lo que hizo eclosión el 20 de diciembre de 1994, cuando México decidió abandonar el sistema de tipo de cambio fijo con el dólar. La abrupta devaluación del peso mexicano que sobrevino dio inicio al denominado "efecto tequila"¹⁵ que

14 Argentina entre 1991 y 2001, Brasil entre 1994 y 1999, y México hasta diciembre de 1994, fueron los máximos exponentes de estas políticas que fueron el rasgo predominante a lo largo de la década en la región. Pero también hubo excepciones importantes: Chile, Perú y Colombia mantuvieron sistemas cambiarios con diverso grado de flexibilidad; Chile, además exhibió un manejo fiscal prudente, con resultados superavitarios en la mayor parte de la década.

15 Calvo (1996) brinda un estudio detallado de las causas y las consecuencias para México y el resto de la región del "efecto tequila"

rápidamente se extendió al resto de la región, generando a su paso fuga de capitales, crisis bancarias, fuerte salto en las primas de riesgo soberano, contracción de la actividad económica y del empleo. Pese a la virulencia de la crisis, la intervención del Tesoro americano y del FMI con paquetes de ayuda, consiguieron estabilizar la situación en el transcurso de 1995. Sin embargo, cuando la crisis parecía definitivamente superada y los países latinoamericanos en su mayoría habían retomado el crecimiento, una sucesión de shocks externos producidos entre mediados de 1997 y septiembre de 1998 (la crisis asiática, el default de Rusia, la caída del fondo Long Term Capital Markets -LTCM-)¹⁶, arrasó definitivamente con los motores que habían sostenido el ciclo expansivo. Las consecuencias más notables fueron la devaluación de Brasil en enero de 1999¹⁷, que decretó el final del Plan Real, y la recesión en Argentina, que a fines de 2001 derivó en la caída del gobierno de Fernando de la Rúa, el default de la deuda pública anunciado por un gobierno interino que duró solo una semana y, a principios de 2002, el abandono de la Convertibilidad.¹⁸

Por entonces, parecía que América Latina se enfrentaba a una nueva "década perdida", agobiada por economías domésticas debilitadas y procesos políticos que hacían temer por una explosión populista o, como en el caso de México donde por primera vez el PRI fue desplazado del gobierno, generaban dudas respecto a la gobernabilidad. Todo ello amplificado por un escenario internacional sacudido por el derrumbe bursátil tras la explosión de la burbuja tecnológica, la recesión que sobrevino en EEUU, agravada por el atentado terrorista del 11-S¹⁹ y los escándalos de fraudes contables corporativos²⁰. Sin embargo, desde las profundidades de ese escenario sombrío, empezó a gestarse un nuevo

16 Barry Eichengreen es un historiador económico de referencia obligada en relación para el tema de las crisis que afectaron al sistema financiero global en este período. Véase Eichengreen (1999) y Eichengreen (2002)

17 Véase Galindo (2003) para un análisis del impacto de la crisis de Rusia sobre los 7 países más grandes de Latinoamérica, y la reacción de sus sistemas cambiarios

18 Véase Domínguez (2005) para una reseña completa del proceso económico de Argentina desde el establecimiento de la Convertibilidad en 1991 hasta su caída a principios de 2002

19 Para un análisis del escenario internacional previo y las consecuencias del 11-S, Véase FMI (2001) y FMI (2002)

20 Una reseña de los orígenes y las consecuencias macroeconómicas de los escándalos corporativos a comienzos del siglo XXI puede encontrarse en Miller (2005)

ciclo alcista, con características distintivas respecto a los anteriores, que llevaban a augurar un futuro más promisorio y duradero.

2.b. El período 2003-2008: resurgimiento y nueva promesa de despegue

Varios factores han contribuido al resurgimiento que comenzó a manifestarse en forma incipiente desde 2003²¹. En el frente externo, empezaban a sentirse con fuerza dos fenómenos decisivos para la “suerte” de la región. Por un lado, la baja de tasas sin precedentes que estaba promoviendo la Fed de Alan Greenspan²² comenzaba a inundar de liquidez los mercados financieros, generando un “boom” inmobiliario y de consumo en la economía americana y, paralelamente, impulsando a los inversores a buscar rendimientos atractivos en los mercados globalizados alrededor del mundo.

Gráfico 4. Influencia de la política monetaria de la Reserva Federal sobre el movimiento internacional de capitales privados



Fuente: IIE en base a datos de Bloomberg para la Tasa de Fed Funds; y de FMI, World Economic Outlook Database April 2009, para los Flujos Netos de capital privado.

21 La mayoría de los países más importantes de la región registraron el punto más bajo de crecimiento entre mediados de 2002 y mediados de 2003. Perú y Colombia pueden tomarse como excepciones, ya que en ese lapso ambos países registraron desaceleraciones menores, luego de recuperarse con fuerza en 2000 y 2001 respectivamente.

22 Entre fines de 2000 y mediados de de 2003 la tasa de Fed Funds se redujo 550 puntos básicos, de 6,5% a 1%, un nivel sin precedentes hasta ese momento.

El segundo fenómeno, quizás más importante desde la perspectiva

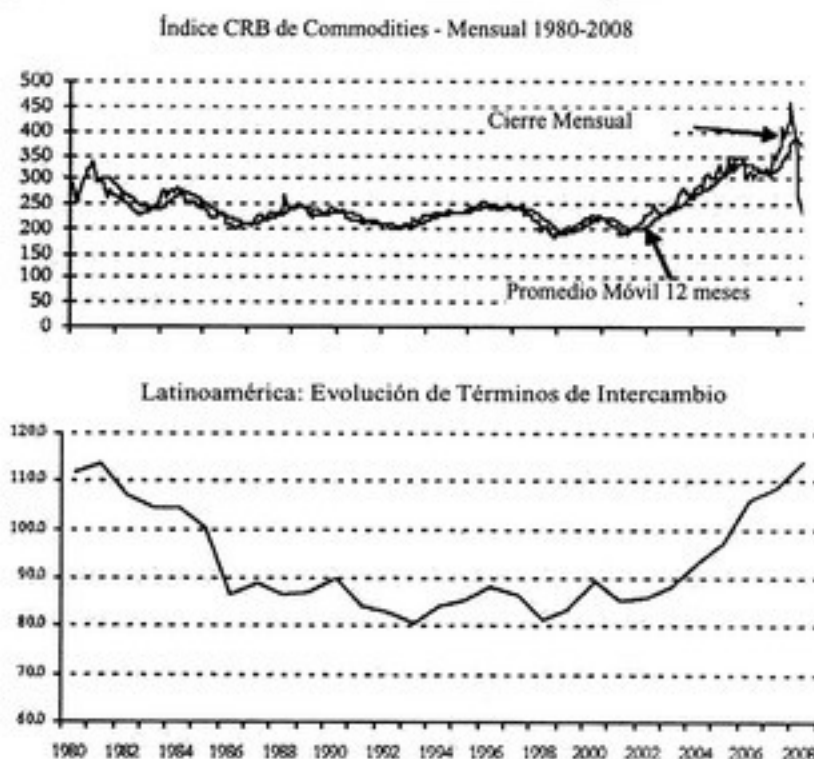
latinoamericana, corresponde a la irrupción definitiva de China, después de un proceso de modernización y liberalización económica que ya llevaba más de 20 años, como actor clave en la economía global²³. Más aun, el gigante asiático se convirtió en el determinante principal del funcionamiento de muchos mercados, en particular los de materias primas, en los que su operatoria pasó a explicar una proporción cada vez más elevada de los volúmenes transados a nivel internacional. Concretamente, el aumento exponencial de la demanda de materias primas de China²⁴ fue el factor desencadenante de la ruptura de la tendencia secular a la baja de precios relativos de los commodities, vigente desde hacía más de cinco décadas, dando lugar al comienzo de una fase alcista. Siendo América Latina una región con ventajas comparativas en la producción de materias primas a nivel global, el cambio de tendencia en el precio de los commodities, que se puede advertir con claridad en el panel de la derecha del **Gráfico 5**, representó un shock positivo en los términos de intercambio inédito en varias generaciones.

Sin embargo, no sería justo ni correcto atribuir sólo a factores externos el proceso de crecimiento iniciado en 2003. Por aquella época, desde comienzos del nuevo milenio, se produjeron cambios internos en los principales países de la región que también tuvieron una influencia decisiva en la nueva etapa de prosperidad. Dichos cambios constituyeron avances significativos en términos de estabilidad política y previsibilidad económica. En el frente político, sobresale la consolidación de los procesos democráticos en varios países:

23 La referencia más importante para el "milagro" de China es Lin (2003); para detalles del proceso de liberalización e integración de China a la economía global, véase Branstetter (2006); Fogel (2006), por su parte, brinda una ponderación del progreso de las reformas y su impacto en el crecimiento económico de China; para el rol creciente de China en el comercio internacional, véase Feenstra (2009)

24 Dado su tamaño y potencial, China sobresale como el principal factor determinante de este proceso, pero muchos países del Sur y del Sudeste de Asia, presentan un dinamismo similar. Para un enfoque regional, véase Fogel (2004). Dentro de este grupo, en los últimos años ha sobresalido el caso de India, que, con rasgos diferenciados respecto a China, también se está convirtiendo en un factor de peso en el escenario global.

Gráfico 5. El ciclo alcista de los precios de materias primas y la recuperación de los términos de intercambio de la región.



Fuente: IIE en base a datos obtenidos de Bloomberg para el índice CRB; y del FMI, World Economic Outlook Database April 2009, para los Términos de Intercambio.

Brasil: El triunfo de Lula -un líder sindicalista con una larga experiencia de luchas políticas enarbolando las banderas socialistas del PT (Partido de los Trabajadores)- en las elecciones presidenciales del 2002, despertó inicialmente fuertes temores entre la comunidad empresarial y financiera, respecto a un giro del país más grande del continente hacia una organización con creciente sesgo estatista y colectivista. Sin embargo, lejos de convalidar tales temores, una vez al frente del Gobierno, Lula no impulsó ningún programa revolucionario.

rio. Por el contrario, sin dejar de hacer énfasis en las cuestiones sociales, encaró un programa de ajuste macroeconómico con sesgo "ortodoxo"²⁵, manteniendo los lineamientos generales de las políticas establecidas por su antecesor, Fernando Henrique Cardoso. La comprobación de que Brasil era capaz de atravesar un cambio de tal magnitud en la cúpula del poder político en forma no conflictiva, implicó un salto enorme hacia adelante en términos de estabilidad institucional y previsibilidad, generando un fuerte shock de confianza en el ámbito económico.

México: A fines del año 2000, Vicente Fox asume la Presidencia, dando por terminada la supremacía del PRI ininterrumpida por más de 90 años. El desplazamiento del poder del partido hegemónico, más aún teniendo en cuenta los rasgos autoritarios que detentaba el PRI, despertaron serias dudas respecto a la gobernabilidad del país azteca. Sin embargo, México logró superar la transición sin grandes sobresaltos institucionales. Si bien el gobierno de Fox estuvo lejos de cumplir con el programa de reformas que se había planteado como meta, pudo llevar a término su mandato dentro de los lineamientos de una administración prolija y prudente. También en este caso, la demostración de que el sistema político mexicano había resistido la alternancia en el poder con el PRI en la oposición²⁶, significó una señal muy positiva para la consolidación institucional de México.

Argentina: Tras el proceso traumático que desencadenó el derrumbe de la Convertibilidad, que incluyó la caída del gobierno de Fernando De la Rúa, los sucesivos cambios de dos presidentes en el transcurso de unos pocos días, la declaración del default de la deuda soberana (anuncio aclamado en el Congreso Nacional), una fuerte devaluación del peso y una profundización de la recesión iniciada en el año

25 En el frente fiscal, aumentó la meta de superávit primario de 4% a 4,25% del PBI; en el frente monetario, respetó la autonomía del Banco Central (que en Brasil no es formalmente independiente), designando como Presidente a Enrique Meirelles, proveniente del mercado financiero, quien continuó con el proceso de suba de tasas iniciado por su antecesor para contener la inflación.

26 En las elecciones presidenciales de 2006 se consolidó esta realidad, dado que el PRI volvió a quedar fuera de la lucha por la presidencia, aunque en este caso el gran desafío institucional vino por el lado del desconocimiento de Lopez Obrador, candidato del PRD, del resultado de los comicios, que otorgaron a Felipe Calderón, el candidato del PAN, el triunfo por un escasísimo margen.

1999, sobrevolaba la amenaza de que el país se tornara ingobernable y se sumergiera en el caos. A partir de que Eduardo Duhalde se hizo cargo del gobierno comenzó un proceso de normalización, que se consolidó tras la elección de Néstor Kirchner como nuevo presidente en los comicios generales de 2003. El alivio por haber evitado una situación anárquica o una salida autoritaria, junto con a la prudencia en el manejo de las cuentas públicas y de la política monetaria y el énfasis en mantener un sector externo superavitario que mostró el Gobierno en su etapa inicial²⁷, propiciaron una fuerte recuperación económica. Sin embargo, la recuperación no incluyó avances en el frente institucional y el gobierno de Néstor Kirchner fue perdiendo las virtudes mostradas originalmente, creando cierta sensación de que se dejó pasar una oportunidad única de dar un paso al frente más decisivo en estos aspectos.

Colombia, Perú y Uruguay también registraron procesos internos favorables. En Colombia, Uribe logró avances significativos en materia de seguridad y en la lucha contra el crimen organizado. En Perú, tras la caída del régimen de Alberto Fujimori, el gobierno de Alejandro Toledo inició el proceso de normalización institucional y, si bien soportó varias crisis de gobernabilidad y su popularidad descendió a niveles inusualmente bajos, consiguió completar su mandato manteniendo un manejo razonable de la economía. El retorno al poder de Alan García (figura emblemática del fracaso de la región durante la década perdida de los 80), cuyo triunfo en las elecciones de 2006 impidió el acceso a la presidencia del líder populista Ollanta Humalá, trajo una versión renovada, mucho más racional y previsible en materia económica. En Uruguay, el triunfo de Tabaré Vázquez, candidato por el Frente Amplio, en los comicios de 2004, interrumpió el dominio de los dos partidos tradicionales –Blanco y Colorado–, que históricamente se habían alternado en el poder. Tampoco en este caso se cristalizaron los temores a un cambio de régimen

27 No debe pasarse por alto algunos factores que facilitaron la buena performance del Gobierno en materia económica, como el "ahorro" fiscal generado por la deuda en default, y la suba de precios internacionales de los productos agrícolas que exporta Argentina

que había despertado el sesgo de izquierda de la coalición gobernante.

Venezuela, bajo el poder de Hugo Chávez, con sus ribetes discrecionales y autoritarios, surge como la gran excepción, mientras que Bolivia y Ecuador, con distintas características específicas, tienden a acercarse al caso venezolano.

En el otro extremo se encuentra **Chile**, el país de la región que se presenta más sólido institucionalmente, junto con Uruguay, y que sigue sobresaliendo por la prudencia y la consistencia de sus políticas. En lo específicamente económico, se destaca la preservación de las instituciones de mercado, y el rol benéfico que ha tenido el establecimiento del Fondo de Estabilización Económica y Social (FEES), para acumular los excedentes generados a partir de los precios extraordinarios del cobre en los últimos años, dotando al Estado con una poderosa herramienta contracíclica.

La combinación del “viento a favor” proveniente del exterior con los “méritos propios”, generó un período un período de fuerte crecimiento que, a diferencia de ciclos anteriores, no se dio a costa de un deterioro creciente de los equilibrios macroeconómicos básicos. Esto se pone de manifiesto en el **Cuadro 1**, donde se expone la performance de las principales economías de la región en la etapa en cuestión.

Cuadro 1. Performance de las principales economías latinoamericanas en el período 2003-2008. Promedios anuales.

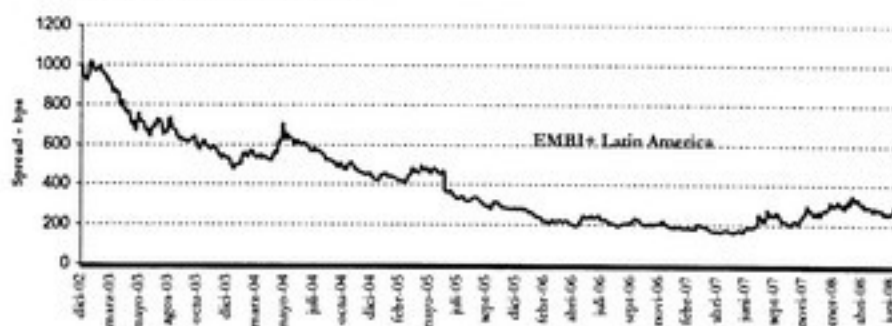
Argentina	85	79	26	-14	35
Brazil	41	60	06	-24	42
Chile	47	41	16	65	71
Colombia	53	58	-18	-04	32
Ecuador	49	44	10	14	33
México	31	44	-09	-13	15
Perú	70	31	02	18	36
Uruguay	60	78	-11	-06	30
Venezuela	24	21,8	136	02	22

Fuente: IIE en base a datos obtenidos de FMI (2009c)

De esta forma, podemos caracterizar al período 2003-2008 en los países latinoamericanos por:

- Crecimiento promedio anual más elevado en más de 30 años
- Inflación promedio de un solo dígito
- Flexibilidad cambiaria
- Sector externo "saludable", con incrementos de los volúmenes de comercio exterior, superávit de cuenta corriente o déficit manejable y financiados por los flujos de inversión extranjera directa
- Mejoras en la solvencia del sector público, con mayoría de gobiernos registrando superávit primario, reducción en los ratios de deuda pública / PBI a niveles sustentables y sustitución de endeudamiento en moneda extranjera por deuda en moneda local.
- Tendencia a la baja de las tasas de interés reales, caída en las mediciones de riesgo soberano (ver **Gráfico 6**) y fuerte aumento de la capitalización bursátil de las empresas.
- Aumento significativo del crédito al sector privado, partiendo de niveles sumamente bajos, por lo que el apalancamiento de empresas y familias se ha mantenido dentro de niveles razonables.
- Incrementos del ingreso per capita, con caída de desempleo a niveles históricamente bajos y reducción de la pobreza, aunque esta última se mantenga en niveles todavía elevados.

Gráfico 6. La mejor performance económica se vio reflejada en la reducción del riesgo soberano



Fuente: JPMorgan

Es indudable que todos los aspectos mencionados configuran un panorama económico mucho más favorable que en las etapas anteriores. No obstante, esto no debe hacer perder de vista que continúan existiendo cuentas pendientes, lo que se manifiesta en que la tasa de crecimiento potencial continúa siendo relativamente baja para países de ingreso per capita similar (en especial comparada con las que detentan los países asiáticos), e insuficiente para reducir la pobreza a niveles aceptables.

La incapacidad para alcanzar y sostener por periodos prolongados un ritmo de crecimiento satisfactorio reconoce diversas causas. Por un lado, los niveles de inversión no han sido suficientes para impulsar tasas de crecimiento del producto más elevadas en forma sostenida. La volatilidad macroeconómica y la recurrente alteración de las reglas de juego han acortado los horizontes de planeamiento, por lo que éstos han sido insuficientes para promover la implementación de proyectos de inversión que suelen requerir largos periodos de maduración. Adicionalmente, el nivel limitado de ahorro doméstico ha obligado a recurrir al financiamiento externo para financiar el proceso de inversiones, que de esta forma se ha visto condicionado por el comportamiento errático que los flujos de capital hacia la región han evidenciado a lo largo de las últimas décadas. Si bien existen elementos de índole cultural que impiden que las tasas de ahorro en Latinoamérica se acerquen a las observadas en Asia, la elevada volatilidad macroeconómica junto con la voracidad confiscatoria que suele mostrar el Estado en varios países, han actuado como desincentivos para el ahorro privado o, alternatively, han inducido a los ahorristas a buscar destinos más seguros, alimentando de esta forma la fuga de capitales.

Cuadro 2. Crecimiento, Inversión y Ahorro en mercados emergentes.

	Crecimiento PBI		Inversión Fija		Ahorro Doméstico	
	% Tasa anual compuesta prom.		% del PBI		% del PBI	
	Prom. 1984-2008	Últimos 5 años	Prom. 1984-2008	Últimos 5 años	Prom. 1984-2008	Últimos 5 años
América Latina	3.2	5.2	20.1	21.6	19.2	22.3
Europa Emergente	3.0	5.7	23.7	23.3	20.5	17.1
Asia Emergente	7.6	12	34.5	38.6	31.6	43.7

Fuente: Elaboración propia en base a datos del FMI, World Economic Outlook Database April 2009.

Por otro lado, persisten deficiencias en el funcionamiento del sistema económico, que reducen su eficiencia y conspiran contra las mejoras de productividad, que no han sido debidamente atacadas. La gestión deficiente del Estado, ocasionada por el exceso de trabas burocráticas y la corrupción enquistada en sus distintos estamentos²⁸, se refleja en el déficit crónico que experimentan tres pilares clave para el normal desenvolvimiento del sistema económico²⁹: 1) la infraestructura básica, tanto por su nivel insuficiente como por el grado de deterioro que presenta; 2) el sistema educativo, por la mala calidad y falta de universalización.

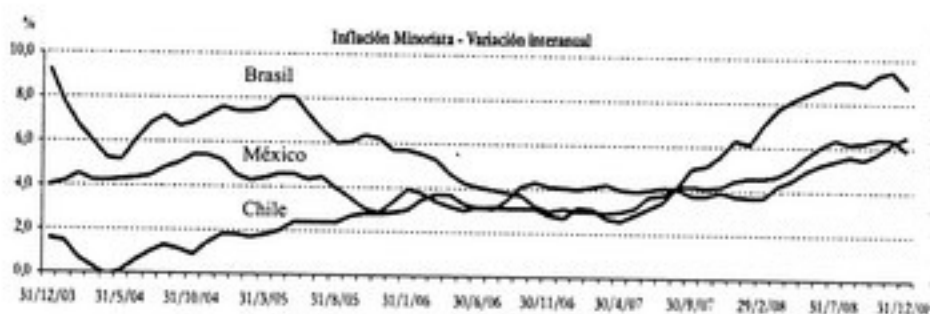
28 El ejemplo de Brasil es de los más llamativos: Lula, que hoy detenta altísimos niveles de popularidad interna y es considerado un presidente exitoso en todo el mundo, ha soportado durante su primer mandato al menos un caso grave de corrupción -el "mensalao"- que le costó la cabeza de sus dos principales colaboradores, Palocci y Dirceu; y recurrentemente se ventilan "escándalos" en la prensa que afectan a distintos niveles y poderes del estado, el más reciente involucró a varios legisladores nacionales. Por otra parte, si bien hay un amplio consenso en alabar la ortodoxia con que manejó las políticas macroeconómicas, existen innumerables quejas respecto a la ineficiencia y el exceso de burocracia que traba la gestión "micro" del estado brasileño, al punto de constituir un verdadero freno para el desarrollo de la actividad privada.

29 Para un análisis detallado de las causas y consecuencias económicas de la corrupción, véase Rose-Ackerman (1978); para un estudio empírico del efecto de la corrupción y otros factores de índole institucional como la eficiencia del sistema judicial y la estabilidad política, en un grupo amplio de países, véase Mauro (1995) y Barro y Sala-i-Martin (1995). Para el caso específico de Latinoamérica, véase Edwards (2007).

dad de la educación básica; 3) el sistema jurídico, por su mal funcionamiento y la falta de garantías que ofrece a los derechos de propiedad y el cumplimiento de los contratos. La rigidez que exhibe el sistema económico como consecuencia de dichas carencias conduce a la aparición frecuente de "cuellos de botella", que se manifiestan especialmente cuando la demanda agregada se mantiene en expansión por períodos prolongados.

Así, a mediados de 2007, la acumulación de más de tres años de crecimiento económico ininterrumpido empezó a presionar la inflación al alza en toda la región³⁰, lo que preanunciaba dificultades para sostener hacia adelante las tasas de crecimiento de los últimos años.

Gráfico 7



Fuente: IIE en base a datos obtenidos de Bloomberg

En otro orden, a pesar de las reiteradas declaraciones de los principales líderes de la región impulsando una mayor integración regional, cuesta identificar avances concretos en dicha dirección. Por el contrario, han sido mucho más ostensibles los casos de enfrentamientos de diversa índole y gravedad que han involucrado a los países de la región:

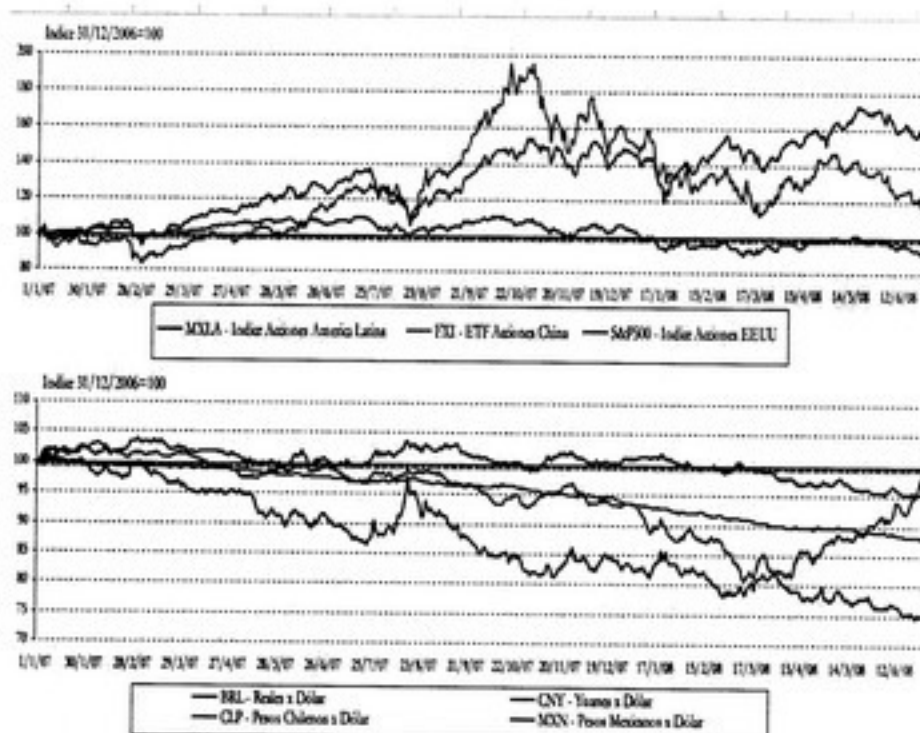
³⁰ En parte, la aceleración de la inflación se explica por el aumento de los precios de los alimentos y la energía, a causa de la suba de los precios de las materias primas en el mercado internacional y de las limitaciones internas de oferta registradas en varios países (por ejemplo, las restricciones en la oferta de energía que experimentó Chile). Pero el fenómeno inflacionario no se circunscribe a estos componentes, sino que la inflación subyacente también estaba en alza, evidenciando que se trataba de un fenómeno más generalizado.

Colombia con Venezuela y con Ecuador por la cuestión de las FARC; Chile con Bolivia y con Perú por cuestiones limítrofes históricas; Argentina con Uruguay por cuestiones ambientales; Venezuela con México, por las relaciones entre este último y los Estados Unidos a la luz de la ideología del actual gobierno de Venezuela. Luego están los conflictos en torno a los derechos de propiedad de empresas transnacionales, como el planteado entre Bolivia con Brasil por la estatización de los activos de Petrobrás en suelo boliviano, o más recientemente por la estatización de empresas argentinas en Venezuela; aquí también se puede incluir los problemas que le ocasionó a Chile el incumplimiento de los contratos de suministro de gas desde Argentina. Finalmente, existen conflictos económicos de menor envergadura, algunos de los cuales pueden considerarse controversias habituales entre socios comerciales, como las que son recurrentes entre Argentina y Brasil en el ámbito del Mercosur.

Con todos los puntos a favor y los problemas subyacentes descritos, el balance al inicio del año 2008 era positivo. Más aun teniendo en cuenta que en Estados Unidos ya había estallado la burbuja inmobiliaria y empezaba a ser evidente que la crisis no se circunscribiría al mercado de hipotecas de menor calidad ("subprime"). Con los precios de los commodities en desenfadada carrera alcista, los términos de intercambio para la región alcanzaron su apogeo. Esto último facilitó que la demanda interna experimentara una aceleración en la mayoría de los países, sin que ello se tradujera en un deterioro alarmante de las cuentas externas. Las inversiones extranjeras, directas y de portafolio, que la región continuaba atrayendo en forma ininterrumpida, también contribuían a mantener un frente externo sin sobresaltos. Los índices bursátiles siguieron trepando³¹, las principales monedas de la región continuaron apreciándose contra el dólar, mientras el riesgo soberano se mantenía cerca de los mínimos alcanzados en 2007.

31 El MSCI Latam, el índice de acciones latinoamericanas más representativo alcanzó su máximo cierre histórico el 19 de mayo de 2008, 7 meses después que el S&P500, el índice más representativo de las grandes empresas americanas. Por entonces, el índice latinoamericano acumulaba en lo que iba del año 2008 una suba de 18% contra una caída del 2,8% del S&P500. En todo el ciclo alcista, desde los mínimos de septiembre de 2002 hasta el pico de mayo de 2008, el MSCI Latam registró un alza acumulada del 850%, lo que equivale a una tasa anual compuesta de 50%, sin incluir dividendos.

Gráfico 8. A mediados de 2008, bolsas y mercados cambiarios apostaban por el "decoupling"



Fuente: IIE en base a datos obtenidos de Bloomberg

El ritmo de crecimiento de la actividad económica se mantuvo firme y, como mencionamos anteriormente, la única "nube" que aparecía en el horizonte era el aumento de la inflación, que había superado o se acercaba al límite superior del rango de metas establecidas por los respectivos bancos centrales, lo que había obligado a las autoridades monetarias a iniciar procesos de subas de tasas de interés para contrarrestar las presiones inflacionarias.

2.c. El “decoupling” que no fue

Por aquel entonces había alcanzado una amplia difusión a nivel global, y generado un nivel importante de adhesión, la tesis del desacople (“decoupling”), según la cual buena parte de las economías del resto del mundo estaban en condiciones de evitar la recesión que se avecinaba en EEUU. El argumento que la sostenía era muy simple: aquellos países que no habían caído en los excesos de la economía americana, no tenían por qué sufrir las mismas consecuencias y, además, muchos de ellos estaban en condiciones de adoptar medidas compensatorias, tendientes principalmente a estimular la demanda interna, para contrarrestar el impacto negativo de la caída de la demanda americana que fue el motor de la economía global en las últimas décadas.

Salvo algunas excepciones, siendo el Reino Unido la más notoria³², el resto del mundo desarrollado y los países emergentes no habían experimentado una burbuja en el mercado inmobiliario, la escala y penetración del mercado hipotecario era muy inferior al de EEUU, el sector privado no presentaba un problema de sobreendeudamiento, y no arrastraban un déficit externo de la magnitud del caso americano. Por lo tanto, no había razones para que sufran una crisis bancaria, ni que se vean obligados a ajustar sus patrones de gasto a fines de reducir el nivel de endeudamiento y corregir el déficit externo. En este argumento, China tenía un rol fundamental. Habiendo acumulado fuertes superávits externos, producto de una tasa de ahorro interno que ronda el 40% del PBI³³, y con una posición fiscal cómoda, las autoridades chinas estaban en condiciones de adoptar medidas para apuntalar la demanda interna, como planes de infraestructura o el relajamiento de restricciones para el otorgamiento de créditos, de modo tal de suplantar el menor envío de exportaciones hacia EEUU y mantener un alto ritmo de crecimiento de la actividad económica. La continuidad del crecimiento en China sostendría la demanda de bienes industriales del resto de Asia,

³² España, Irlanda y algunas ciudades costeras de China, constituyen otros ejemplos de burbuja inmobiliaria

³³ La fuente de datos estadísticos oficiales de China es China Statistical Yearbook 2008, National Bureau of Statistics of China; las cifras de ahorro corresponden al año 2005.

incluyendo Japón, así como la demanda y los precios internacionales de commodities.³⁴

Bajo estos supuestos, Latinoamérica presentaba buenas posibilidades de escapar a la crisis, a partir de la mejoría experimentada por sus fundamentos macroeconómicos:

- Menor vulnerabilidad a reversión en los flujos de capital.
- Sistema financiero con niveles cómodos de capitalización y liquidez, y sin exposición relevante a los productos estructurados que habían sido el detonante de la crisis en EEUU.
- Margen para aplicar políticas expansivas
- Complementariedad con China

Así, hacia mediados de 2008 la mayoría de los analistas especializados en la región proyectaban que en el año 2009 Latinoamérica continuaría en crecimiento, si bien a menor ritmo³⁵. Tales proyecciones³⁶ incluían la estimación de que el crecimiento de la demanda interna compensaría con creces la merma por el lado de la demanda externa.

Sin embargo, la realidad resultó mucho menos benevolente. En el transcurso del tercer trimestre se fue haciendo cada vez más evidente que las pérdidas del sistema financiero americano eran de una magnitud tan grande, hasta entonces insospechada³⁷, que era inevitable que la crisis tuviera efectos graves sobre la economía real. También tomó estado público que los principales bancos europeos, y varios asiáticos, tenían exposición significativa al mercado hipotecario y de productos derivados americanos, por lo que también deberían reconocer fuertes pér-

34 Véase The Economist (2008)

35 Con la excepción de México que, debido a su elevado grado de integración con EEUU en el ámbito del NAFTA, es el país latinoamericano que más sufre en forma directa por la recesión americana, lo que conducía a pronósticos más pesimistas que en el resto de la región

36 En base al consenso de analistas elaborado por Bloomberg, y las encuestas de expectativas elaboradas por los bancos centrales de Brasil, Chile, Colombia, México y Perú.

37 Según las primeras estimaciones brindadas por el presidente de la Reserva Federal, Ben Bernanke en los comienzos de la crisis, las pérdidas del sistema financiero oscilarían los u\$s 100.000 millones; las estimaciones más recientes del FMI calculan las pérdidas en u\$s 4,3 billones, una cifra más de 40 veces superior

didas. De esta forma, se tornaba improbable que el resto de las economías desarrolladas no sufrieran el "contagio" de la crisis iniciada en EEUU. En ese contexto, la economía china empezó a dar señales de fuerte desaceleración. De pronto, de las expectativas complacientes de un "decoupling" global se pasó al temor y la desconfianza por la incertidumbre respecto a la magnitud y el alcance de las pérdidas en todo el mundo. El aumento generalizado de la aversión al riesgo de inversores y empresarios se tradujo en una fuerte reversión de los flujos de capital hacia países emergentes, en especial aquellos que mayor volumen habían atraído en los años de euforia. Como contrapartida, el dólar y los bonos del Tesoro americano empezaron a surgir como refugio de valor. El deterioro de las perspectivas económicas globales y la apreciación del dólar provocaron que la suba de precios de los commodities llegara a su fin y comenzaran el camino descendente.

Latinoamérica sintió el impacto de lleno. La caída de precios de los commodities y la salida de capitales de los últimos cuatro meses de 2008 produjeron una depreciación de las monedas de la región, así como un aumento sostenido del riesgo soberano. La contracción de la liquidez interna que generó la salida de capitales, empezó a provocar problemas de financiamiento a las empresas, en especial aquellas que tenían exposición en moneda extranjera. La rentabilidad esperada de los sectores ligados a la exportación empezó a resentirse como consecuencia de la caída de los precios de sus productos, lo que, junto a las restricciones de financiamiento, provocaron una reducción en los programas de inversión. Por otra parte, la depreciación cambiaria amenazaba con alimentar las presiones inflacionarias, poniendo en aprietos a los Bancos Centrales.

Pese al progresivo deterioro de las condiciones económicas y financieras, así como de las expectativas a futuro, hasta principios de septiembre continuó primando la visión de que los problemas para la región eran manejables, bajo las premisas de que los fundamentos de la región estaban sólidos como nunca (por los motivos expuestos anteriormente), y que la crisis financiera global eventualmente sería controlada, evitándose una crisis terminal. Por entonces, si bien todas las pro-

yecciones de crecimiento para la región estaban siendo revisadas a la baja, y aumentaba el número de expertos, tildados por entonces de pesimistas, que alertaban sobre problemas mucho más graves hacia adelante, las estimaciones de consenso de los analistas³⁸ todavía arrojaban crecimiento positivo para 2009 en la mayoría de los países latinoamericanos, a lo sumo admitiendo cierta probabilidad de una recesión suave durante la primera parte del año.

La bancarrota de Lehman Brothers, inesperada para el mercado que descontaba que las autoridades no iban a permitir la quiebra de ninguna institución de primera línea, alteró dramáticamente la dinámica de la crisis, dando lugar a un derrumbe generalizado de los mercados de todo el mundo. El temor de estar frente a una crisis terminal, hasta hace pocos días atrás considerada poco probable, se transformó rápidamente en pánico. Frente a la cruda realidad de una ola que parecía arrastrar todo a su paso, de poco valían los fundamentos sólidos y el margen de maniobra que muchos habían destacado como fortalezas de los países latinoamericanos. Pronto se borraron todos los vestigios de complacencia, instalándose en su lugar expectativas fuertemente pesimistas. La tesis del "decoupling" quedó sepultada.³⁹

El nivel de integración que había alcanzado la economía mundial como consecuencia del proceso de globalización era tan intenso que dejaba escaso margen para un "decoupling". En efecto, el grado avanzado del proceso de integración global da lugar a la existencia de diversos canales de transmisión de la crisis desde las economías desarrolladas a las economías emergentes⁴⁰: 1) contagio financiero y endeudamiento externo, 2) inversión extranjera directa, 3) demanda externa, 4) remesas de los trabajadores y 5) cambios en los precios relativos de las materias primas.

38 La mediana de las proyecciones individuales de todos los analistas que participan de las compulsas

39 Véase FMI(2009c) y CEPAL (2009a)

40 Véase CEPAL (2009a)

2.d. Situación de las principales economías al llegar la crisis a la región: Los casos de Brasil, Chile y México.⁴¹

En el punto anterior describimos a rasgos generales los efectos iniciales de la crisis financiera global en Latinoamérica, tomando la región como un todo. Si bien esto se justifica por el hecho de que la mayoría de los países que integran la región presentan importantes puntos en común, cada uno posee características específicas que distinguen su situación pre-crisis así como las consecuencias de la misma. En este sentido, se destaca nitidamente Chile como el país mejor preparado, gracias a los excedentes acumulados durante los años de altos precios del cobre. México es uno de los países donde las consecuencias son más severas, por su cercanía e integración con EEUU. Brasil no presenta desequilibrios inmanejables, pero, al estar entre los principales receptores de flujos de capital y entre los mayores beneficiarios de la suba de precios de commodities, su economía queda muy expuesta a la reversión de ambos procesos. Argentina, por su relativo aislamiento financiero, surge a priori como uno de los países que menos debería sufrir la crisis, pero su manejo errático de la política económica tiende a amplificar las consecuencias.

Brasil

La economía brasileña registró en el primer semestre de 2008 el mayor crecimiento económico de todo el ciclo, impulsado por la fortaleza de la demanda interna, tanto el consumo como la inversión. El "boom" de la demanda interna se sostenía en la pujanza del mercado laboral, que se manifestaba en el aumento del nivel de empleo y en el incremento sostenido de los salarios reales, y en la expansión del crédito bancario a un ritmo superior al 30% anual. Sin embargo, habían aparecido síntomas de recalentamiento, que auguraban que ese ritmo de crecimiento de la actividad y de la demanda interna no era sostenible. La inflación, que estaba subiendo desde el año anterior se aceleró desde

41 Esta sección ha sido elaborada por el autor utilizando la información económica y financiera y las bases de datos de Bloomberg, e informes de organismos oficiales de cada país, especialmente de los bancos centrales de Brasil, Chile y México.

principios de 2008 y se estaba acercando al tope del rango establecido como meta por el Banco Central (4,5% +/- 2%). En forma acorde, las expectativas inflacionarias según el relevamiento semanal de expectativas que elabora el Banco Central, subían semana tras semana. Buscando frenar la dinámica inflacionaria, el Banco Central comenzó a subir en forma escalonada la tasa de referencia SELIC a partir de abril de 2008, desde 11,25% hasta llegar a 13,75% a principios de septiembre.

Como consecuencia del elevado crecimiento de la demanda interna y de la apreciación cambiaria, la cuenta corriente se había tornado negativa desde principios de 2008, y en el tercer trimestre de 2008 el déficit ascendió al 1,5% del PBI. La inversión extranjera directa se mantuvo firme, incluso el flujo mensual del primer semestre de 2008 superó al del segundo semestre de 2007 en u\$s 500 millones, pasando de un promedio mensual de u\$s 2.300 millones a u\$s 2.800 millones. Los flujos de inversión de portafolio, en cambio, presentaban resultados mixtos. Mientras los activos de renta fija continuaban atrayendo inversores extranjeros, debido al elevado diferencial entre las tasas domésticas y las tasas internacionales, el Mercado de Valores de Sao Paulo (Bovespa) registró salida neta de fondos pertenecientes a extranjeros. De todos modos, las reservas internacionales continuaron creciendo hasta superar los u\$s 200.000 millones en septiembre de 2008. Por entonces, la deuda externa –pública y privada– alcanzaba un nivel similar, u\$s 205.000 millones, denotando un nivel acotado de vulnerabilidad externa.

Por el lado de las cuentas públicas, en los primeros tres trimestres de 2008, el superávit primario no presentó cambios sustanciales respecto a los 2 años anteriores, oscilando entre el 4% y el 4,5% del PBI, lo que permitió que el ratio de deuda pública neta / PBI mantuviera la tendencia declinante, ubicándose por debajo del 40% en septiembre de 2008 (en 2002 había llegado al 56%). No obstante, la fuerte carga de intereses lleva a que el resultado global del sector público continúe siendo deficitario. En total, los vencimientos de deuda pública, amortizaciones más intereses, se estiman en 15,6% del PBI, la mitad del nivel que registraron en 2002. Del total de vencimientos de deuda pública, sólo un 5% corresponde a deuda externa.

Sin embargo, la mayor parte del extraordinario crecimiento que registraron los ingresos fiscales⁴², producto del crecimiento económico pero también de una elevada presión tributaria, se tradujo en aumento del gasto público. De esta forma, se desaprovechó la oportunidad de generar un ahorro fiscal mayor para el caso eventual de un cambio de tendencia en la recaudación de impuestos.

En términos netos, aun con problemas y cuentas pendientes, la economía brasileña promediando el segundo semestre de 2008 presentaba una performance satisfactoria, muy superior al de episodios de crisis anteriores. Pero su éxito de los últimos años, que lo transformó en uno de los destinos preferidos para los inversores globales, y en un jugador de primer orden entre los productores de commodities, lo dejaba expuesto a las consecuencias de la crisis, aunque este costo a pagar en el corto plazo no invalida la estrategia de desarrollo a mediano largo/plazo que ha adoptado Brasil.

Chile

La economía chilena continuaba siendo la más sólida de la región, detentando los indicadores de solvencia más elevados (ver **Cuadro 3**), el mayor avance en la implementación de políticas contracíclicas, las reglas de juego más estables, la mejor calificación crediticia, el sistema financiero más desarrollado, y un track-record de crecimiento económico sostenido⁴³ que ya acumulaba 9 años de crecimiento continuado. Sin perjuicio de ello, en los últimos meses venía enfrentando algunos problemas y desafíos no habituales. Por un lado, la actividad económica se venía desacelerando desde mediados de 2007, desde un ritmo promedio del 6% anualizado a menos del 4% en el primer semestre de 2008. Por otro lado, la inflación mostraba una acentuada tendencia alcista desde principios de 2007, pasando de menos del 3% anual al 9% en julio de 2008, superando largamente el techo del rango objetivo del Banco Central (3,5% +/- 1%). La combinación de crecimiento en baja con infla-

42 La recaudación tributaria pasó de un promedio mensual de R\$ 30.000 millones en 2003 a R\$ 56.000 millones en 2008.

43 En los últimos 20 años registra un crecimiento promedio del 5,6% y a lo largo de dicho periodo la expansión sólo se interrumpió durante 4 trimestres, entre el 4T98 y el 3T99.

ción en alta planteaba una seria disyuntiva para las autoridades monetarias, que se mostraron renuentes a subir la tasa de referencia en forma agresiva hasta mediados de 2008, cuando la inflación amenazaba con espiralizarse. Entre junio de 2007 y junio de 2008, subió la tasa 125 puntos básicos⁴⁴, de 5% a 6,25%, con largas pausas durante el período, mientras que entre junio y septiembre de 2008, la suba fue de 200 puntos básicos, a un máximo de 8,25%, a un ritmo constante de 50 puntos básicos por reunión mensual.

Cuadro 3. Latinoamérica: Indicadores de Deuda y Necesidades de Financiamiento año 2008 en % del PBI

	Argentina	Brazil	Chile	Colombia	Ecuador	México	Perú	Uruguay	Venezuela
Sección de Deuda									
Deuda Pública Bruta	466	514	121	423	261	219	240	529	191
Deuda Pública Doméstica	267	518	37	294	69	166	89	186	43
Deuda Externa Pública	199	43	84	129	192	53	151	344	148
Deuda Externa Porcento	165	83	26,9	63	127	35	93	39	43
Total Deuda Externa	364	126	327	192	319	138	246	373	190
Sección de Deuda									
Servicio de Deuda Pública	43	169	66	80	59	171	17	72	46
Servicio de Deuda Doméstica	12	165	42	41	27	167	88	43	18
Servicio de Deuda Externa	29	44	24	19	32	24	89	30	28
Servicio de Deuda Externa Porcento	28	19	11,4	15	17,2	29	13	6,96	-
Total Servicio de Deuda Externa	57	23	118	34	264	44	22	32	28
Necesidades de Financiamiento									
del Sector Público	68	93	64	52	48	153	18	53	33

Fuente: Elaboración propia en base a datos obtenidos de Bloomberg y de informes y estadísticas oficiales de cada país.

Una complicación adicional provenía de la apreciación cambiaria que, si bien contribuía a contener la inflación, constituía una carga creciente para los sectores no directamente ligados a la exportación de commodities. El peso chileno acentuó su ritmo de apreciación en el primer trimestre de 2008, alcanzando su mínima cotización contra el dólar de 429 pesos por dólar. En ese punto el Banco Central salió a intervenir

⁴⁴ Un punto básico equivale a 0,01%

en el mercado cambiario, comprando dólares a través de subastas periódicas. Con ello, consiguió revertir parcialmente la tendencia y, hacia mediados de 2008, el tipo de cambio volvió a superar los 500 pesos por dólar. Para entonces, el sector externo ya había empezado a mostrar signos de agotamiento, con una reducción significativa del saldo de cuenta corriente desde mediados de 2007. De todos modos, la posición externa de Chile era cómoda, con u\$s 24.200 millones en reservas del Banco Central, más u\$s 27.200 millones del fondo anticíclico en el exterior, comparado con una deuda externa de u\$s 65.000 millones, mayormente del sector privado.

Quizás el mayor mérito de la política económica radica justamente en el carácter contracíclico de la política fiscal, que fija un nivel estable de superávit fiscal "estructural"⁴⁵. Cualquier excedente de ingresos generado por un precio del cobre superior al precio de largo plazo, se acumula en un fondo de reserva, que puede ser aplicado para suplementar la recaudación cuando ésta merma a causa de la caída del precio del cobre. Gracias a esta norma, y al nivel extraordinario que sostuvo el precio del cobre en los últimos años, el Gobierno chileno registró altos superávits fiscales (en 2007 ascendió al 9% del PBI), acumulando los mencionados u\$s 27.200 millones en el fondo de reserva.

México

La economía mexicana presentaba una situación general favorable, aunque asomaban algunas dificultades. La actividad económica se había desacelerado –y se anticipaba mayor desaceleración por el impacto de la caída de la demanda de EEUU y la merma de las transferencias que los trabajadores mexicanos en EEUU envían a sus familiares en México– y enfrentaba algunos problemas estructurales. Pese a ello, había confianza en que el gobierno de Calderón estaba en condiciones de tomar las medidas necesarias para corregir el rumbo y sentar las bases para un crecimiento más vigoroso en los próximos años. El crecimiento del PBI, tras superar el 5% en 2006, ya había registrado una desacelera-

45 Que surge de estimar un precio de equilibrio de largo plazo del cobre, principal fuente de ingresos fiscales y de divisas.

ción importante en 2007, bajando al 3,3%, tendencia que se acentuó en el primer semestre de 2008, cuando registró un crecimiento del 2,7% respecto al primer semestre del año anterior.

Dentro de este contexto menos pujante, el consumo interno mantuvo su dinamismo, apuntalado por la expansión del crédito a un ritmo en torno al 30% anual. La suba de la inflación, que a principios de 2008 superó el 4% -tope de la meta inflacionaria del Banco de México-, se había transformado en un problema, ya que obligaba a darle a la política monetaria un sesgo contractivo: después de haber subido la tasa de referencia 50 puntos básicos en 2007, la aceleración de la inflación, que a mediados de año se acercaba al 5,5%, forzó al Banco de México a reanudar la suba en mayo de 2008, acumulando otros 75 puntos básicos hasta agosto, llegando a 8,25%.

Tanto en el sector externo como en las cuentas públicas México mostraba déficits moderados, que no presentaban problemas de financiamiento. Sin embargo, la elevada dependencia de los ingresos petroleros planteaba dificultades en términos dinámicos, debido a que la producción petrolera había entrado en declinación, como consecuencia del agotamiento del principal pozo petrolero de PEMEX, las limitaciones presupuestarias y técnicas que enfrentaba la petrolera estatal para llevar a cabo las inversiones necesarias para aumentar las reservas de hidrocarburos, y las restricciones legales a la inversión privada en el sector energético. Para atacar estos problemas, el gobierno había aprobado una reforma tributaria en 2007 y estaba intentando pasar por el Congreso una reforma integral del sector energético.

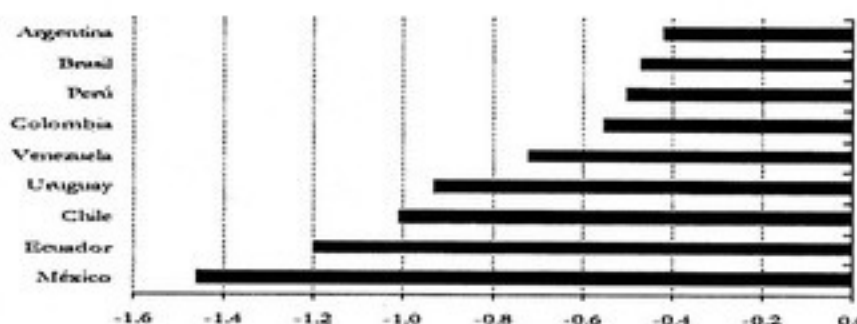
3. Del pánico del mercado a la reacción de las autoridades.

3.a. El contagio

La quiebra en los Estados Unidos del Banco de Inversión Lehman Brothers a mediados de septiembre dio lugar a un estado de sospecha y desconfianza tan grande que la intermediación financiera prácticamente

cesó en sus funciones. La profundización del proceso de reducción de los niveles de endeudamiento ("deleveraging") condujo a la liquidación indiscriminada de posiciones, en momentos en que desaparecía la liquidez de muchos mercados. Todos los mercados de activos de riesgo entraron en colapso. Ahora sí, la crisis impactó de lleno en Latinoamérica. Los mercados de acciones se desplomaron, las monedas se depreciaron en forma aguda, se ampliaron los spreads de la deuda soberana y corporativa y se encareció el costo de fondeo de los bancos. También como producto del mismo proceso, se derrumbaron los precios de los commodities, otra mala noticia para la región. Los consiguientes efectos negativos sobre la economía real no se hicieron esperar:

Gráfico 9: Efectos de la reducción prevista del volumen de exportaciones de bienes y servicios, en % del PBI



Fuente: Gómez Sabaini (2009) en base a datos de CEPAL

- La caída de precios y de demanda de las exportaciones afectó de lleno la actividad y la rentabilidad de los sectores exportadores
- La producción industrial registró caídas de una magnitud inédita, que en el caso de Brasil ascendió a -20% entre septiembre y diciembre de 2008 en términos desestacionalizados.
- La expansión del crédito se frenó en forma abrupta, como en México y Chile donde pasó de tasas anuales de dos dígitos en el primer semestre de 2008, al estancamiento en términos reales a fines de 2008 y principios de 2009.

- La confianza de los consumidores también derrapó.
- El temor y la falta de crédito provocó que se desvaneciera la demanda de bienes durables, lo que afectó particularmente al sector automotriz y, en algunos casos, al mercado inmobiliario

Todos estos factores determinaron una contracción muy fuerte del PBI en la inmensa mayoría de los países latinoamericanos en el cuarto trimestre de 2008, con caídas anualizadas en torno al 10%. Durante el primer trimestre de 2009 continuó la caída de la actividad, aunque en algunos casos, como Brasil y Chile, a menor ritmo de lo que inicialmente se temía.

Teniendo en cuenta las condiciones externas extremadamente adversas, se puede afirmar que Latinoamérica está resistiendo relativamente bien, tanto respecto a experiencias anteriores de shocks externos, como en relación a las consecuencias que están sufriendo actualmente otros países y regiones del mundo –en especial Europa del Este. A ello ha contribuido la posición financiera relativamente más sólida tanto del sector público como del privado al momento de estallar la crisis, así como la baja dependencia de las economías latinoamericanas del sistema financiero de los países desarrollados. Esto permitió absorber una depreciación cambiaria de importante magnitud sin sufrir un proceso de alta inestabilidad financiera. Adicionalmente, como detallamos más adelante, la mayoría de los gobiernos y autoridades monetarias de la región han adoptado medidas para mitigar el impacto negativo sobre el sector privado.

De todos modos, las proyecciones de crecimiento del PBI para 2009 han sufrido fuertes recortes, y, como se observa en el **Cuadro4**, ahora se estima una caída a nivel regional en torno al 1,5%, siendo escasos los países que escapan a la contracción. Para 2010, mientras tanto, se proyecta una recuperación muy moderada, con un crecimiento estimado a nivel regional en torno al 1,6%.

Cuadro 4: Proyecciones de Crecimiento de PBI 2009-2010

		FMI	Consensus	FMI	Consensus
Argentina	7.0	-1.5	-1.8	0.7	1.7
Brasil	5.1	-1.3	-1.0	2.5	2.9
Chile	3.2	0.1	-0.7	3.0	3.4
Colombia	2.5	0.0	-0.6	1.3	2.2
Ecuador	5.3	-2.0	-2.0	1.0	0.5
México	1.4	-7.3	-5.2	3.0	1.8
Perú	9.8	3.5	2.5	4.5	4.1
Uruguay	8.9	1.3		2.0	
Venezuela	4.8	-2.2	-1.0	-0.5	-0.3
América Latina	4.2	-2.6	-2.1	2.3	2.3
Africa	5.2	1.8		4.1	
Europa Emergente	3.0	-5.0		1.0	
Asia Emergente	7.6	5.5		7.0	
Países Emergentes	6.0	1.5		4.7	
EEUU	1.1	-2.6	-2.7	0.8	1.9
Eurozona	0.8	-4.8	-4.3	-0.3	0.6
Japón	-0.7	-6.0	-5.9	1.7	0.9
Países Avanzados	0.8	-3.8		0.6	
Mundo	3.1	-1.4		2.5	

Fuente: IIE en base a datos obtenidos de FMI (2009b), (2009c); Bloomberg; y Encuestas de Expectativas de Bancos Centrales

A causa de la merma en el nivel de actividad y de la baja de precios en alimentos y energía, la inflación ha empezado a ceder en la mayoría de los países de la región, a pesar de los temores iniciales a que la abrupta depreciación cambiaria que sufrieron varios países alimentara mayores presiones inflacionarias. Para 2009, se proyecta una baja modesta en la inflación a nivel de la región, tendencia que se extendería a 2010 aunque de forma más gradual. La caída de precios y de demanda de las exportaciones, junto al mejor comportamiento de la demanda interna en relación a otros países y regiones, apunta a un deterioro del saldo de cuenta corriente durante 2009, que comenzaría a revertirse parcialmente en 2010 en caso que la situación global se estabilice.

El riesgo cambiario "oculto" en empresas brasileñas y mexicanas

Como mencionamos anteriormente, uno de los puntos que ha jugado a favor de Latinoamérica en la actual crisis ha sido la posición financiera relativamente sólida del sector público y del sector privado al momento de estallar la crisis. Sin embargo, con posterioridad se descubrió que los balances de muchas empresas privadas ocultaban posiciones especulativas que podían poner en riesgo su solvencia. Las maniobras se refieren a la operatoria con productos derivados. En los últimos años, muchas empresas empezaron a familiarizarse con el uso de derivados a fines de cobertura ("hedge") cambiaria, sea para restar volatilidad a sus ingresos por exportaciones o para asegurar el repago de deudas contraídas en moneda extranjera. Pero cuando el dólar entró en tendencia declinante a nivel global y comenzó a depreciarse en forma consistente frente a las monedas latinoamericanas, los empresarios de la región (como en otras partes del mundo) descubrieron que las posiciones que habían tomado como cobertura cambiaria le aportaban una fuente de rentabilidad adicional, lo que llevó a muchos de ellos a incrementar la exposición en este tipo de contratos a niveles muy superiores que lo que precisaban para cubrir sus ingresos o sus pasivos en moneda extranjera. Es decir, dejaron de ser un mecanismo de cobertura para ser un vehículo para especular a favor de una mayor depreciación del dólar. Estas posiciones especulativas, que no aparecen explicitadas en el balance patrimonial de las empresas (lo que se conoce como "off balance-sheet"), reportaron importantes ganancias en la línea "resultados financieros" del estado de resultados, lo que, a medida que se consolidaba la tendencia bajista del dólar, las incentivó a tomar posiciones mayores.

Pero lo que parecía una forma fácil de incrementar las ganancias terminó mal. Ocurre que la mayoría de los contratos en que se involucraron estas empresas contenía cláusulas de que si el dólar cambiaba de tendencia y se apreciaba contra la moneda en cuestión, llegado cierto nivel -que en el momento de celebrarse el contrato parecía le-

jano e inalcanzable- las pérdidas para la empresa aumentaban en forma exponencial. Pero eso es lo que efectivamente ocurrió cuando a partir de mediados de septiembre las monedas de la región, en especial el real brasileño y el peso mexicano, se depreciaron abruptamente contra el dólar. El efecto para las empresas más expuestas fue devastador. Los casos más resonantes han sido los de la papelería Aracruz -con pérdidas por u\$s 2.100 millones- y la alimenticia Sadia -la pérdida se estima en u\$s 2.400- en Brasil, y el de la cadena de supermercados Controladora Comercial Mexicana en México, que reconoció una pérdida de u\$s 2.200 millones -equivalente al 60% de sus activos- y debió entrar en convocatoria de acreedores. No fueron los únicos, aunque debido al carácter "opaco" de estos instrumentos y su tratamiento contable no es posible hacer una estimación precisa de las pérdidas totales ocasionadas por esta operatoria. Algunos cálculos arrojan que en Brasil el valor total contratado ("open interest") en este tipo de instrumentos derivados en el mercado local - y por lo tanto tomado como proxy de la exposición del sector corporativo- habría ascendido a u\$s 20.000 millones.

3.b. Las medidas paliativas

Ante la dinámica potencialmente destructiva que había tomado la crisis desde mediados de septiembre, los gobiernos latinoamericanos comenzaron a adoptar medidas tendientes a amortiguar el impacto negativo y, eventualmente, a impulsar la recuperación. Siguiendo la línea de acción que se estaba imponiendo prácticamente en todo el mundo, con Estados Unidos a la cabeza, dentro de las posibilidades de cada país, se tomaron medidas en varios frentes⁴⁶.

46 Véase CEPAL (2009b), FMI (2009a), FMI (2009c) y Gómez Sabaini (2009)

Cuadro 5: Síntesis de las medidas, por país

Medida	Brasil	Chile	Colombia	Costa Rica	Ecuador	El Salvador	Guatemala	Honduras	Nicaragua	Panamá	Paraguay	Perú	República Dominicana	Venezuela
Modificación del seguro bancario	X	X	X	X						X				
Permisión de liquidez en moneda nacional	X	X	X	X						X	X	X	X	
Cambio en la base de política monetaria		X	X	X	X					X	X	X	X	
Otras medidas	X	X		X		X								
Disminución de impuestos / Aumento de subsidios	X	X	X	X	X	X	X							
Aumento y/o recuperación del gasto	X	X	X	X	X	X	X							
Otras medidas	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X
Permisión de liquidez en moneda extranjera (*)	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	
Aumento de reservas o emisiones a las exportaciones	X					X								
Disminución de reservas		X				X	X							
Financiamiento y apoyo a exportaciones	X	X	X	X	X	X				X	X			
Política cambiaria	X													
Otras medidas	X				X									
Unidad		X	X	X			X	X	X					
Pyros		X	X	X			X	X	X					
Agropecuario		X	X				X							
Textiles							X							
Industria	X	X	X	X			X	X	X					
Otras medidas	X	X	X	X			X							
Política laboral	X	X	X	X			X	X	X	X	X	X	X	
Programas sociales		X	X	X			X	X	X					
Otras medidas														

(*) No incluye la intervención de los Bancos Centrales vendiendo divisas en el mercado cambiario

Fuente: CEPAL (2009b)

I) Política monetaria, cambiaria y provisión de liquidez: Relajamiento de la política monetaria y cambiaria por parte del Banco Central, incluyendo reducción de tasas de interés, disminución de encajes y otros mecanismos de provisión de liquidez y financiamiento especial al sistema financiero y al sector empresarial. Algunas de estas medidas involucra la utilización de reservas internacionales en forma directa, como la intervención en el mercado cambiario para contener la depreciación, o el establecimiento de líneas de redescuento y de crédito en moneda extranjera.

II) Política fiscal, sectorial, laboral y social: Programas de estímulo fiscal genéricos o de apoyo a sectores específicos, incluyendo planes de infraestructura, promoción del empleo, protección del desempleo y otros programas sociales, reducción de impuestos y aplicación de subsidios a sectores económicos "sensibles".

III) Política comercial: medidas generalmente destinadas a reducir la competencia desde el exterior, comúnmente denominadas medidas "proteccionistas". Algunas veces se trata de medidas específicas como trabas burocráticas u otras medidas no-arancelarias. Pero muchas veces se ocultan detrás de medidas de política fiscal (subsidios e impuestos), cambiaria (tomando medidas que llevan a la depreciación de la moneda local) o de direccionamiento del crédito (discriminando en contra de tomadores de crédito extranjeros).

A continuación, se efectúa un análisis detallado de las medidas agrupadas en los puntos I) y II).

I) Política monetaria, cambiaria y provisión de liquidez: La crisis tomó a la mayoría de los bancos centrales de la región embarcados en procesos de endurecimiento de la política monetaria orientados a contener las presiones inflacionarias que se habían acentuado en el primer semestre de 2008, lo que había ocasionado que en todos aquellos países con sistemas de metas de inflación, con excepción de Brasil, la inflación superara los niveles máximos estipulados. Adicionalmente, la fuerte depreciación cambiaria que ocasionó la generalización de la crisis desde septiembre amenazaba con exacerbar aun más el problema inflacionario. Por ello, la reacción inicial de los bancos centrales fue de cautela, hasta que se hizo evidente que el impacto sobre la economía real era lo suficientemente severo como para revertir el proceso inflacionario.

El primer banco central en comenzar la baja de tasas fue el de Colombia, el 19 de diciembre, seguido por los de Chile, México y Brasil en sus reuniones de enero; Perú fue el último en sumarse a principios de febrero. Hasta ahora, Chile es el que ha realizado la reducción de tasas más profunda, acumulando una baja de nada menos que 750 puntos básicos (de 8,25% a 0,75%), aprovechando la buena reputación de la autoridad monetaria y el desplome de la inflación, que bajó de un pico de 9,5% en noviembre a 5,5% en abril, y de las expectativas inflacionarias. Lo siguen Colombia con 550 puntos básicos, de 10% a 4,5%; Brasil

con 450 puntos básicos, de 13,75% a 9,25%; México con 350, de 8,25% a 4,75%; y Perú con 350, de 6,5% a 3%.

En todos estos países, las expectativas de mercado apuntan a que existe margen para bajas adicionales de tasas en los próximos meses, a partir de la tendencia declinante que muestra la inflación. La excepción sería Chile, debido a que el Banco Central ya ha actuado agresivamente en forma anticipada, por lo que a pesar que se espera que la inflación continúe desplomándose para terminar el año en 0,2%, la tasa de referencia actualmente en 0,75% estaría cerca de su piso. Así, en Brasil el relevamiento semanal de expectativas de mercado indica que la inflación descendería a fin de año al 4,4% anual, por debajo del centro de la meta inflacionaria de 4,5%, lo que permitiría que el Banco Central lleve la tasa SELIC a 8,75%. En Colombia, las expectativas apuntan a que la inflación continúe desacelerándose hasta terminar el año por debajo del límite inferior de la meta de 4,5%-5,5% establecida por el Banco Central, lo que dejaría espacio para una baja adicional de 25 puntos básicos. En México, la encuesta de expectativas más reciente ubica la inflación para fin de año en 4,33%, todavía levemente por encima del tope de la meta de inflación (3% +/- 1%), que, teniendo en cuenta la debilidad de la actividad económica, igualmente dejaría margen para un moderado descenso adicional de la tasa de referencia a 4,5%.

Cuadro 6. Política monetaria y expectativas inflacionarias

	Tasa de Referencia Junio 2009 % anual	Reducción Anticipada p.p.	Tasa Esperada Fin de 2009 % anual	Inflación Esperada Fin de 2009 % anual	Marg. Inflacionario Banco Central % anual
Brasil	9,25	-400	8,75	4,4	4,5 +/- 2
Chile	0,75	-700	0,75	0,2	3,5 +/- 1
Colombia	4,50	-500	4,25	4,1	4,5-5,5
México	4,75	-300	4,50	4,3	3,0 +/- 1
Perú	3,00	-300	2,75	2,6	2,0 +/- 1

Fuente: elaboración propia en base a datos de Bloomberg y encuestas de expectativas de los Bancos Centrales

Cabe destacar que, salvo en Brasil donde estructuralmente las tasas de interés real tienden a ser elevadas, en el resto de los casos las expec-

tativas de inflación y de tasas de interés nominal, determinan que las tasas en términos reales se ubicarían cerca del 0%, representando un estímulo expansivo importante.

Además de la baja de tasas aplicadas en los mencionados países con régimen de metas de inflación, en la región se han aplicado otras herramientas para aliviar la contracción monetaria generada por la crisis:

- Brasil, Colombia, Perú y Argentina recurrieron a la reducción de encajes bancarios
- Brasil, Chile y México establecieron líneas temporarias de acceso a redescuentos, tanto en moneda extranjera como en moneda nacional; Perú hizo lo propio pero sólo en moneda local; Argentina relajó las condiciones de acceso a las líneas de redescuentos.
- Todos los bancos centrales incrementaron de una forma u otra su intervención en el mercado cambiario, sea a través de la intervención discrecional en el mercado spot (Brasil y Perú), en el mercado spot y a futuro (Argentina y también Brasil a través de la venta de swaps cambiarios), o alterando las normas de intervención (México), o suspendiendo los programas de compra de dólares (Chile y Colombia)
- México y Brasil establecieron convenios de swaps con la Reserva Federal de EEUU, hasta un monto máximo de u\$s 30.000 millones, a los que se puede recurrir para aliviar restricciones de liquidez en dichos países. Argentina entró en un convenio de swaps con China por el equivalente a u\$s 10.200 millones⁴⁷. Argentina también intensificó las restricciones para la salida de capitales

II) Política fiscal, sectorial, laboral y social: En el plano fiscal, existen amplias diferencias respecto a la respuesta de cada gobierno, originadas en la diferente posición fiscal al momento de estallar la crisis y en distintos arreglos institucionales vigentes en cada país. En líneas generales, los programas fiscales anunciados en Latinoamérica son de una magnitud bastante inferior, medidos en términos relativos al PBI, que

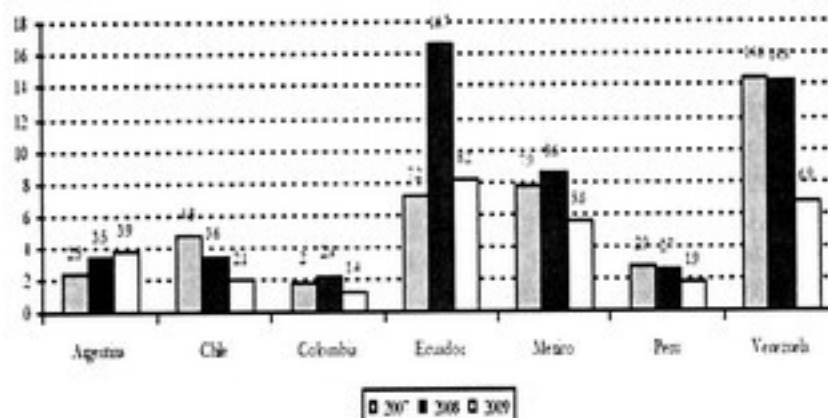
47 En este punto corresponde también mencionar el acuerdo de swap firmado entre Brasil y Argentina por R\$ 10.000 millones (alrededor de u\$s 5.000 millones).

los adoptados en otras regiones. Ello se debe, en parte, a que no ha sido necesario implementar grandes salvatajes bancarios y los costos cuasi-fiscales relacionados con bancos de desarrollo (al estilo Fannie Mae en EEUU) han sido bajos. Pero también obedece a las restricciones de financiamiento para aplicar programas de estímulo de mayor escala. Si bien es verdad que la situación fiscal previa a la crisis era relativamente sólida, buena parte de la "bonanza" fiscal obedecía al nivel inusualmente alto de los precios de los commodities que produce y exporta la región. Por ello, buena parte de la reducción que se proyecta en el superávit primario para 2009 –de 2,9% a 0% del PBI– se explica por la caída de ingresos fiscales dependientes de los commodities, mientras que el costo de los programas fiscales anunciados oscila entre el 0,6% del PBI en Brasil y el 2,9% del PBI en Chile.

Varios de los países que vieron incrementar en forma significativa sus ingresos por el boom de las materias primas, hicieron un uso procíclico de los mismos, aumentando el gasto público para incentivar la demanda interna, en momentos en que la demanda privada estaba creciendo vigorosamente por su propio impulso. Ahora, el derrumbe de precios de los exportables está provocando una sensible contracción de los ingresos fiscales, justo cuando los gobiernos necesitan aplicar políticas expansivas para compensar la merma de la demanda privada. Países como Venezuela, Ecuador y Argentina, que fueron los que más explotaron pro-cíclicamente los recursos fiscales, son los que mayores restricciones enfrentan ahora⁴⁸.

48 En el caso de Argentina, el Gobierno ha hecho anuncios de planes de estímulo –que incluyen obras de infraestructura, subsidios a Pymes, y reducción del impuesto a las ganancias, entre otras– que ascienden a un monto equivalente al 1,5% del PBI. La reducción del impuesto a las ganancias se efectuó mediante la reinstalación de deducciones que habían sido eliminadas en el año 2000 por una disposición conocida como la "tablita de Machinea", impulsada por el Ministro de Economía del gobierno de ese año, José Luis Machinea. Sin embargo, hubo en sentido opuesto una reforma a las deducciones al régimen de 4ta Categoría que implica mayor presión fiscal, y las provincias aumentaron sus tasas, contribuciones y tarifas de sus empresas privatizadas.

Gráfico 10: Ingresos fiscales provenientes de la explotación de productos primarios, como % del PBI



Fuente: Gómez Sabaini (2009) en base a datos de CEPAL

Como ya hemos destacado, Chile sobresale nitidamente como el país con mayor margen de maniobra, y eso se traduce en un aumento estimado del gasto público primario del 15% en términos reales para 2009. En total, el programa fiscal anunciado asciende a u\$s 4.000 millones, un 2,9% del PBI. Tal esfuerzo fiscal será financiado con la aplicación de parte de los recursos acumulados en el fondo de reserva. El contenido del plan de estímulo es amplio, abarcando tanto un aumento de gastos por u\$s 1.485 millones –en obras de infraestructura, subsidios a pequeñas y medianas empresas, subsidios al empleo, planes de vivienda– como una reducción temporaria de impuestos por u\$s 1.455 millones.

Chile: Detalles del programa de estímulo

Incentivos a la inversión

- Suspensión del impuesto a las transacciones financieras durante 2009 y reducción a la mitad de la tasa impositiva actual (1,2%) en 2010.

- Aumento temporario de los incentivos vigentes para reforestación.
- Contribución de u\$s 41 millones por única vez al Fondo de Municipalidades.
- Aumento de u\$s 700 millones del presupuesto para inversión pública.
- Incremento de capital en Codelco de u\$s 1.000 millones, para respaldar su plan de inversiones.

Medidas de asistencia al financiamiento empresarial

- Reducción temporaria de los pagos mensuales de adelantos impositivos (de 15% para Pymes y de 7% para grandes empresas) para aliviar el cash-flow de las empresas.
- Otorgamiento de nuevas garantías emitidas por la Corporación de Fomento de la Producción (CORFO, la agencia de desarrollo económico chilena) para refinanciamiento de deudas.
- Ampliación del financiamiento de CORFO de operaciones de factoring de entidades bancarias y no bancarias.

Medidas de apoyo al empleo y al entrenamiento laboral

- Subsidio de 20% a los salarios de trabajadores nuevos entre 18 y 24 años, con un subsidio adicional para empleadores equivalente al 10% del salario de estos nuevos empleados.
- Incremento en el subsidio máximo para programas de entrenamiento, con la posibilidad de deducir este gasto de los pagos mensuales de adelantos impositivos.

Medidas de apoyo al consumo

- Transferencia de ch\$ 40.000 (alrededor de u\$s 70 al tipo de cambio actual) por persona por única vez, en el mes de marzo, para hogares de bajos recursos.
- Devolución anticipada del exceso estimado en los pagos impositivos de 2009 de contribuyentes individuales, a ser pagados en el segundo semestre de 2009.

El caso de Brasil es peculiar. Los planes de estímulo que involucran aumento directo de gasto público y reducción de impuestos es bastante limitado, 0,6% del PBI, el más bajo entre los principales países de la re-

gión. Sin embargo, esto no significa que Brasil no haya adoptado una postura "activista", sino que ha recurrido en forma intensiva a los planes de fomento implementados a través de los bancos públicos –BNDES, Banco do Brasil y Caixa Econômica Federal. Según el Fondo Monetario Internacional, los planes de créditos y garantías financiados por estas instituciones, que no se contabilizan dentro del gasto público ascienden a un monto equivalente al 3,5% del PBI. Por ello, si bien la disminución esperada del superávit primario para el 2009 –de 4,6% a 2,0%– parece un costo razonable teniendo en cuenta que la caída de la tasa de interés favorece la dinámica convergente de la deuda⁴⁹, también hay que tener en cuenta el riesgo cuasi-fiscal y las distorsiones potenciales para la economía brasileña de la creciente tamaño e incidencia económica de las instituciones financieras estatales⁵⁰.

Brasil: Activismo en todos los frentes

Medidas de Política Monetaria

Cambios en los encajes bancarios ("liberarian" aproximadamente R\$ 85.000 millones)

- BCB dejó sin efecto la regulación de enero de 2007 que imponía encajes a los fondos captados por los bancos comerciales a través de sus compañías de leasing.
- Aumento de la deducción de encajes de R\$ 100 millones a R\$ 300 millones para favorecer a los bancos pequeños.
- Reducción de los encajes comunes de 45% a 42%.
- BCB no permite más la integración parcial de encajes con títulos públicos (tendiente a aumentar el costo de oportunidad e incentivar el otorgamiento de préstamos)

49 Algunas simulaciones de la dinámica de la deuda pública brasileña establecen que por cada 1 punto porcentual que disminuye la tasa de interés, el superávit primario necesario para estabilizar el ratio de deuda/PBI se reduce en 0,4% del PBI.

50 La participación de los bancos públicos en el stock de préstamos aumentó en el último año casi 4 puntos porcentuales, alcanzando el 38%, en detrimento de los bancos privados locales y de los bancos extranjeros, revirtiendo la tendencia de los años previos.

Apoyo crediticio al sector privado no financiero

- Aumento del fondeo obligatorio destinado al crédito al sector agrícola.
- Incentivos para el crédito al sector inmobiliario, permitiendo la inclusión de los préstamos de capital de trabajo a compañías constructoras dentro de los préstamos obligatorios para vivienda.
- Mandato para que los bancos públicos salgan a prestar más agresivamente

Banco do Brasil y Caixa Economica Federal destinarán R\$ 4.000 millones cada uno para préstamos para automotores

BNDES aumentará los préstamos a Pymes en R\$ 10.000 millones

El Tesoro prestará R\$ 100.000 millones para financiamiento de inversiones

Apoyo al sistema financiero

- Autorización para que Banco do Brasil y Caixa Econômica Federal adquieran participaciones accionarias en otras entidades financieras (Banco do Brasil compró 49% de Banco Votorantim)
- Incentivos para que los bancos grandes compren cartera de crédito de instituciones financieras más pequeñas (se les permite deducir de los encajes los fondos empleados para dichas operaciones)
- Fortalecimiento del FGC (ente asegurador de depósitos) permitiendo que los bancos que adelanten sus pagos a dicho ente puedan deducirlos de los encajes.

Medidas de Política Cambiaria

Intervención en el mercado cambiario tendiente a reducir la volatilidad no a fijar un nivel de tipo de cambio (u\$s 50.000 millones a enero de 2009)

- A través del mercado spot (u\$s 12.000 millones)
- Por medio de repos: BCB vende dólares y el comprador se compromete a vendérselos de vuelta a un fecha y a un tipo de cambio predefinido (u\$s 5.800 millones)
- Mediante swaps: BCB ofrece cobertura al sector privado (u\$s 32.300 millones)

Préstamos en moneda extranjera al sector privado no financiero

- Para prefinanciación de exportaciones (u\$s 8.500 millones a enero)
- Para refinanciación de deuda externa (BCB indicó que podría ascender a u\$s 36.000 millones en 2 años)
- Aumento de las líneas de prefinanciación de exportaciones del BN-DES a u\$s 5.000 millones (y suba del límite por operación de u\$s 50 millones a u\$s 150 millones)

Acuerdo de swap con la Fed (u\$s 30.000 millones)

Medidas de Política Fiscal

- Capitalización del Fondo Soberano⁵¹ con R\$ 14.000 millones, 0,5% del PBI, para ser gastados durante 2009 sin afectar las cuentas fiscales
- Eliminación transitoria del IPI (impuesto sobre bienes industriales) de 7% aplicado al sector automotriz, con un costo fiscal de R\$ 1.000 millones que pasarían a ser R\$ 3.000 millones anuales en caso de transformarse en permanente
- Reducción del IOF (impuesto sobre operaciones financieras) para préstamos a individuos del 3,38% al 1,5%, volviendo al nivel de enero de 2008, con un costo fiscal de R\$ 2.500 millones anuales
- Reducción del Impuesto a las ganancias, subiendo el mínimo no imponible 2 categorías para aumentar el ingreso disponible de la clase media con un costo fiscal de R\$ 5.000 millones al año.

El plan de emergencia anunciado por el gobierno de México en enero contiene dos grupos de medidas. Por un lado, están aquellas destinadas a mejorar el ingreso real disponible de la población a través de la contención de la inflación. Con ese fin dispuso el congelamiento del precio de los combustibles y redujo las tarifas de gas y electricidad⁵². El

51 Fondo creado en 2008 para financiar la expansión de las empresas brasileñas en el exterior

52 Adicionalmente, estas medidas abrieron la puerta para que el Banxico comenzara a bajar la tasa en la reunión de enero, ya que la preocupación por la trayectoria de los precios regulados era una de las causas principales esgrimidas por la autoridad monetaria para no haber bajado las tasas hasta ese momento

otro grupo de medidas apunta a atacar los efectos contractivos de la crisis sobre la actividad económica a través de planes de empleo, programas de mejora en la competitividad y el incremento en el gasto público en infraestructura.

El Gobierno incrementó los recursos asignados al programa de empleo temporal, aumentó el monto que los desempleados pueden retirar de sus fondos jubilatorios, y extendió la duración de la cobertura de salud para los desempleados, todo lo cual representa, según los cálculos oficiales mx\$ 15.000 millones (u\$s 1.150 millones) de transferencias a desempleados. Las medidas "pro-competitividad" abarcan el aumento del financiamiento directo por parte de los bancos de desarrollo y el compromiso de asignar el 20% de las compras del gobierno federal a Pymes. Por último, anunció un aumento del programa de obras de infraestructura para 2009 a mx\$ 555.000 millones, 42% más que en 2008 y 21% más que en el presupuesto 2009 original. De esta forma, el costo fiscal total ascendería al 1,5% del PBI⁵³.

México es otro de los países que debe lidiar con una merma significativa de los ingresos fiscales, por la caída de los ingresos petroleros y por la declinación de la actividad agravada por la epidemia de gripe⁵⁴. La dinámica negativa de la actividad, las finanzas públicas y el financiamiento externo, llevó a sembrar desconfianza respecto a las posibilidades del gobierno de plasmar el programa anunciado. Más aun, comenzó a percibirse una incipiente especulación respecto a la posibilidad que México incurriera en default. Intentando despejar estas dudas, el gobierno mexicano informó que a fines de 2008 disponía de alrededor de u\$s 13.000 millones de dólares en tres Fondos de Estabilización, producto del ahorro de los excedentes petroleros de años anteriores, suficientes para fondear el plan de emergencia.

De todos modos, buscando despejar completamente las dudas, el gobierno decidió recurrir a la recientemente creada Línea de Crédito Fle-

53 Recientemente se anunciaron medidas adicionales, con un costo fiscal equivalente al 0,16% del PBI, tendientes a paliar los efectos de la epidemia de gripe.

54 En el primer trimestre de 2009, los ingresos fiscales cayeron 9,1% interanual en términos reales, con los ingresos petroleros cayendo 17,6%.

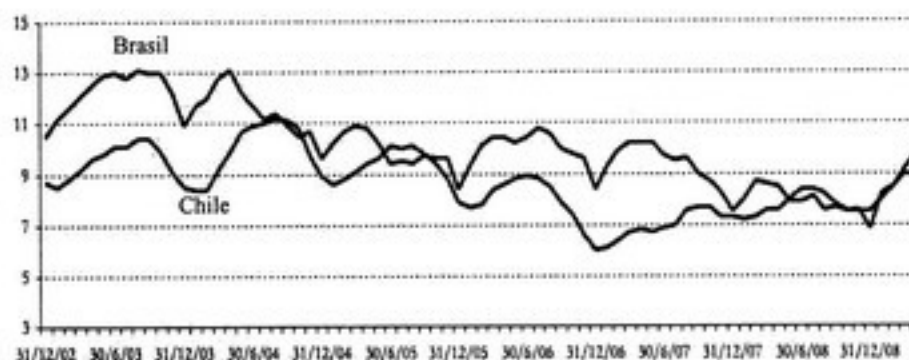
xible del Fondo Monetario Internacional. La línea aprobada en abril es por u\$s 47.000 millones y el gobierno mexicano anunció que es con fines estrictamente precautorios y, en principio, no hará uso de los fondos. El anuncio del acuerdo tuvo una muy buena recepción en los mercados, representando un shock de confianza importante para la economía mexicana. No obstante, el deterioro de la posición fiscal y del nivel de actividad, acentuado por el impacto de la gripe "A", llevó a la agencia calificadora de riesgo Standard & Poors a cambiar la perspectiva de la calificación de la deuda en moneda extranjera de México⁵⁵ de estable a negativa durante el mes de mayo. Esto implica que existen posibilidades concretas de una baja de calificación (downgrade) en los próximos meses. Sobre el cierre de este informe, la derrota del partido oficialista PAN a manos del PRI en las elecciones legislativas constituye una nueva fuente de inquietud, ya que puede complicar aun más las negociaciones en el Congreso y trabar el programa de reformas.

4. Expectativas renovadas

4.a Mejor absorción del shock externo

Si bien la virulencia inusitada del shock externo terminó golpeando con fuerza y finalmente Latinoamérica no pudo evitar la recesión, la aseveración de que la región estaba mejor preparada que nunca no queda invalidada. De no haber sido por los fundamentos relativamente sólidos que presentaban la mayoría de los países cuando estalló la crisis, las consecuencias hubieran sido mucho más demoledoras de lo que han sido hasta ahora:

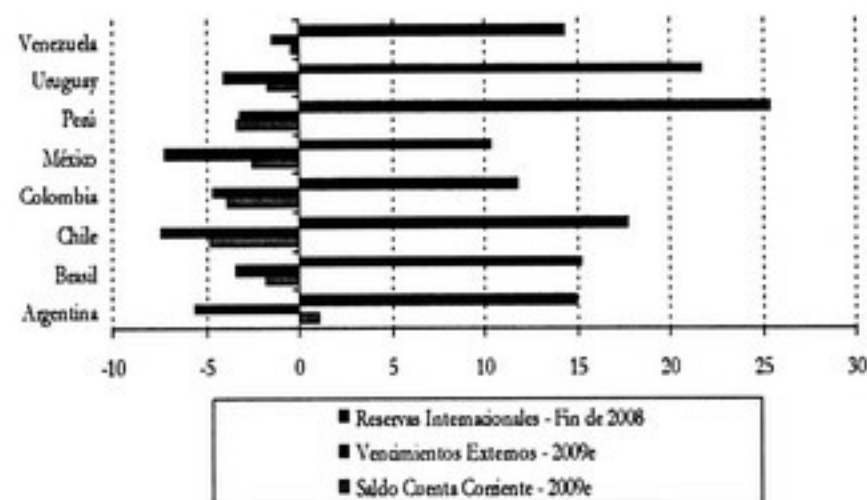
55 Actualmente la calificación de México según Standard & Poors es BBB+, el tercer escalón más bajo dentro de la categoría de "Grado de Inversión" (Investment Grade)

Gráfico 11. Tasa de desempleo en Chile y Brasil

Fuente: IIE en base a datos obtenidos de Bloomberg

- El desempleo ha aumentado, y probablemente siga en ascenso en los próximos meses, aun cuando lo peor de la contracción económica haya quedado atrás, pero está lejos de los graves problemas de desempleo masivo en episodios anteriores.
- La posición externa se ha debilitado, pero en la mayoría de los países las necesidades de financiamiento externo para 2009 –definidas como la suma del déficit de cuenta corriente estimado para 2009 y los vencimientos de deuda externa de corto plazo- son de magnitud inferior al stock de reservas internacionales a fines de 2008.

Gráfico 12: Posición Externa de los países latinoamericanos, en % del PBI



Fuente: Elaboración propia en base a datos del FMI, Bloomberg y organismos oficiales de cada país

- También hemos visto cómo diversos factores contribuyen al deterioro de la situación fiscal, algo que nunca deja de ser un desarrollo preocupante en países con largas historias de debacles fiscales. Sin embargo, la restricción fiscal no llega a ser ni cercanamente tan acuciante como para gatillar los ajustes fiscales salvajes –o, alternatively, el recurso desmedido al impuesto inflacionario, o el incumplimiento de obligaciones–, habituales en otras crisis que soportó la región. Por el contrario hemos visto que en varios países se esperan aumentos no triviales del gasto primario. Un factor importante que juega a favor de una situación más aliviada es la “desdolarización” de la deuda pública que llevaron a cabo varios países en años anteriores.

- El sistema financiero ha soportado el shock externo razonablemente bien. Ha subido el costo de fondeo, se ha frenado la expan-

sión del crédito y se advierte un aumento de la morosidad, pero los bancos no presentan los problemas de solvencia ni han sufrido la pérdida de confianza de los ahorristas, como ocurre en muchas partes del mundo.

De todos modos, el mantenimiento de estos logros depende crucialmente de que la crisis global no continúe agravándose, dado que las economías de la región continúan presentando vulnerabilidades. Si, como consecuencia de un eventual empeoramiento de las condiciones externas, la actividad económica siguiera cayendo con fuerza, el margen de los gobiernos para continuar aplicando políticas compensatorias podría agotarse. Si bien varios países han logrado avances significativos en términos de reputación y credibilidad de sus políticas, la realidad es que al no disponer de una moneda de reserva como los países desarrollados, los grados de libertad para aplicar políticas expansivas no dejan de ser restringidos. De esta forma, una mayor contracción de la actividad podría complicar aun más una situación fiscal que como hemos visto ya no es tan holgada y, en general, es muy dependiente de impuestos cíclicos o del precio de los commodities exportables. También el sistema financiero, además de enfrentar condiciones mucho más "duras" para fondearse, podría sufrir un deterioro agudo de la calidad de los activos que ponga en riesgo los niveles de solvencia.

4.b Algunos síntomas alentadores

Desde mediados de marzo se advierten algunos cambios favorables en las condiciones financieras globales. Si los mismos poseen bases sólidas o no, si tienen carácter duradero o son transitorios, se trata de cuestiones todavía abiertas a debate:

- El nivel de stress en el sistema financiero de los países desarrollados ha disminuido sensiblemente: las tasas interbancarias tienden a normalizarse, con los spreads entre la tasa LIBOR y la tasa de las letras del Tesoro de corto plazo, retornando a los niveles vigentes antes de la quiebra de Lehman Brothers

- Los spreads de la deuda corporativa, tanto la de mejor calificación como la considerada más riesgosa, han empezado a disminuir
- Las tasas de préstamos hipotecarios han descendido a mínimos históricos, lo que contribuye al proceso de corrección del desequilibrio entre oferta y demanda que aun sufre el mercado inmobiliario americano
- Los mercados accionarios en todo el mundo han tenido rebotes importantes, incluyendo las acciones de entidades financieras, dejando atrás un largo periodo de "caída libre"
- Los datos de la economía real en EEUU y otros países desarrollados muestran algún atisbo de estabilización, todavía claramente insuficientes para afirmar que la economía está tocando fondo, o descartar recaídas, pero que tiende a alejar los fantasmas de una Gran Depresión
- China está evidenciando una reactivación del ritmo de crecimiento económico, apuntalado por la expansión de la inversión pública en infraestructura
- Las expectativas por la revitalización de la demanda china, junto con la mejora de las condiciones financieras globales, está impulsando una recuperación de los precios de commodities

En la misma línea, Latinoamérica también está experimentando señales más positivas: los spreads de la deuda soberana tiende a disminuir. Varios países (Brasil, Colombia, Perú) han conseguido colocar deuda nueva en el mercado internacional, las monedas han recuperado parte del valor que perdieron durante el derrumbe y las bolsas acumulan ganancias importantes desde los mínimos de noviembre de 2008. En cuanto a la economía real, también hay algunos indicios de que, además del efecto benéfico de los vientos más favorables provenientes del exterior, las medidas compensatorias adoptadas están surtiendo el efecto deseado, como por ejemplo la recuperación de la producción y ventas de autos en Brasil⁵⁶. En general, a lo largo de la región los últimos datos eco-

⁵⁶ Sobre el cierre de este informe, la calificadoradora de riesgo Moodys anunció que puso bajo revisión alcista la calificación de deuda externa y doméstica soberana de Brasil para otorgarle la calificación de Investment Grade, debido a la resistencia que ha evidenciado la economía brasileña a los

nómicos han resultado mejor de lo que esperaban los analistas.

Sería aventurado extrapolar estas sorpresas positivas, relativas a expectativas que quizás se habían tornado demasiado pesimistas, para inferir que estamos ante un punto de inflexión en la actividad económica. Sin embargo, la rápida reacción que muestran los indicadores económicos y financieros de la región ante los primeros síntomas muy tentativos de estabilización global, tienden a avalar la tesis de que, en cuanto la economía global alcance definitivamente un piso y comience su recuperación, aun cuando todo apunta a que será un proceso lento y dificultoso, Latinoamérica presenta las condiciones para retomar rápidamente la senda del crecimiento.

El G-20 y el reposicionamiento del FMI

Si bien la reunión del G-20 a principios de abril no estuvo a la altura de algunas expectativas un tanto exageradas que se habían gestado, tuvo una definición muy importante desde la perspectiva de los mercados emergentes en general y de Latinoamérica en particular: el retorno del FMI al centro de la escena global. El renovado impulso a las actividades del organismo internacional se vio refrendado por la capitalización a través de un aumento del equivalente de u\$s 250.000 millones en DEG⁵⁷ y por la triplicación de los fondos prestables de u\$s 250.000 a u\$s 750.000 millones. Además, tras el fracaso de la línea de financiamiento implementada en 2008 luego del estallido de la crisis, pocos días antes de la reunión del G-20 se anunció la nueva **Línea de Crédito Flexible**, con la que se busca facilitar y agilizar el acceso al financiamiento del Fondo de aquellos países con urgencias financieras, solo cumpliendo con requisitos básicos, sin los condicionamientos del cumplimiento de metas y revisiones típicas de las líneas tradicionales del FMI. La flexibilidad también abarca el plazo ex-

shocks de la economía global. Moodys es la única de las tres calificadoras más importantes (Standard & Poors y Fitch son las otras dos) que aun no ha otorgado el Investment Grade a Brasil.

57 Derechos Especiales de Giro, unidad de cuenta del FMI. Véase el Informe Económico Mensual (IEM) de abril de 2009 para una explicación detallada.

tenso de repago –de 3 ? a 5 años-, la renovación irrestricta, y el uso dual tanto para problemas contingentes (uso precautorio) o problemas reales de balance de pagos. Otra medida adoptada es la duplicación del tope para el acceso normal al crédito de los países.

El fortalecimiento del rol del FMI como prestamista en el nuevo ordenamiento que se está gestando en la economía global tuvo una repercusión muy favorable en los mercados, muy especialmente en los mercados emergentes, incluyendo a Latinoamérica. Lo más destacable es el cambio de percepción cuando un país debe recurrir al FMI: mientras que hasta hace poco para cualquier país emergente recibir la ayuda del FMI era señal de debilidad y de sometimiento a las imposiciones del organismo, ahora se interpreta como la oportunidad para ganar margen de maniobra para adoptar medidas tendientes a la recuperación. En esta sintonía, no extraña que pronto hayan aparecido “clientes” para la nueva línea: México en primer lugar, seguido por Polonia (u\$s 20.580 millones a 1 año con fines precautorios), mientras que Colombia ha solicitado –todavía está en proceso de aprobación- u\$s 10.400 millones con características similares.

4.c. Lecciones y oportunidades

En momentos en que el pánico parece haber quedado atrás, pero que aun no se vislumbra con claridad un final definitivo de la crisis, vale la pena culminar este análisis extrayendo algunas enseñanzas que los sucesos frenéticos del último año y medio dejan para los países de Latinoamérica, así como algunas oportunidades que no deberían ser desaprovechadas:

1. La aplicación de políticas económicas sanas y consistentes rinde frutos provechosos. El FMI, en su informe más reciente sobre la región⁵⁸, presenta un estudio sobre el AL5, grupo de 5 de los principales países de la región –Brasil, Chile, Colombia, México y Perú-,

58 Véase FMI (2009b)

en el que concluye que si estos países no hubieran reducido las vulnerabilidades y fortalecido los marcos de política económica a lo largo de los años, el impacto de los shocks mundiales en el crecimiento de su producto muy probablemente habría sido más grave⁵⁹. El análisis pone de relieve que los shocks externos efectivamente fueron más agudos en el período más reciente que en el pasado, mientras que la sensibilidad del producto de estos países a los shocks externos disminuyó en los últimos años. Por ejemplo, como se ilustra en el **Cuadro 7**, en tanto que un shock de la demanda mundial equivalente a 1 por ciento habría causado una reducción de casi 2 puntos porcentuales en el crecimiento de las economías AL5 antes de que reforzaran su capacidad de resistencia, ahora el mismo shock seguramente reduciría el crecimiento en una cifra considerablemente inferior. Se registra el mismo tipo de resultado en el caso de shocks negativos a las condiciones de financiamiento externo y a los precios de las materias primas.

Cuadro 7. Respuesta del PIB en AL5 a un shock negativo de 1 por ciento a las variables externas

(Variación inter-anual, cuatro trimestres después del shock)		
	1994-02	1994-08
Shock a:		
Demanda mundial	-1.87	-1.52
Diferencial de retornos de los bonos estadounidenses de alto rendimiento (puntos básicos)	-1.19	-0.84
Precios de las materias primas	-0.85	-0.68

Fuente: FMI, Perspectivas Económicas: Las Américas, mayo 2009

59 El estudio toma dos periodos de análisis 1994-2002 y 1994-2008, en los que se aplica un modelo econométrico. Durante el primer subperíodo, estos países todavía estaban realizando reformas macroeconómicas críticas, en tanto que el segundo subperíodo logra captar mejor el fortalecimiento de la capacidad de resistencia ocurrido durante la década.

2. Dado el carácter inherentemente pro-cíclico del sistema tributario, es necesario avanzar en el plano fiscal hacia una política de gasto contra-cíclica que no ate automáticamente su aumento al incremento de los impuestos más cíclicos y que permita ahorrar recursos en las épocas de abundancia relativa. Las características pro-cíclicas que presentan los sistemas tributarios en todo el mundo⁶⁰, en Latinoamérica se ven acentuadas por la elevada incidencia que tienen en la estructura tributaria los ingresos fiscales derivados de las materias primas. Esto se debe a que el nivel de precios y de demanda de las materias primas que constituyen el grueso de las exportaciones de la mayoría de los países de la región, ejercen una fuerte influencia en el nivel de actividad interna. Así, periodos de elevados precios internacionales y demanda pujante de bienes primarios tienden a coincidir con periodos expansivos de la actividad económica interna. La misma relación se verifica en sentido inverso, por lo que una baja de precios internacionales tiene un efecto negativo sobre el nivel de actividad.

Un reciente estudio presentado por la CEPAL⁶¹, establece el grado de vulnerabilidad⁶² a la crisis actual de la recaudación tributaria de los países de la región en función de seis características de los respectivos sistemas tributarios⁶³:

1. Participación de los recursos naturales como fuente de financiamiento
2. Rigidez institucional
3. Participación del impuesto a las importaciones
4. Participación del IVA
5. Participación de los aportes y contribuciones a la seguridad social
6. Participación del impuesto a la renta

60 Debido a que impuestos están ligados directamente al nivel de actividad o a la capacidad de pago, que a su vez está influenciada por el nivel de actividad.

61 Véase Gómez Sabaini (2009)

62 En el estudio citado, los términos "vulnerabilidad" y "exposición" refieren a la sensibilidad a la baja que presentan los ingresos fiscales ante el impacto de la crisis internacional.

63 Con dichos inputs construye un coeficiente de exposición de la recaudación tributaria a la crisis internacional

Los resultados muestran que los países cuyos sistemas tributarios están más expuestos a sufrir mermas por las consecuencias de la crisis actual son aquéllos con alta dependencia de los ingresos por explotación de recursos naturales, peso significativo del impuesto a las importaciones y bajo nivel de carga tributaria. Los sistemas tributarios menos vulnerables a la crisis son aquellos que presentan una mayor participación del impuesto a la renta y una elevada productividad del IVA, así como una carga tributaria global más alta. También los autores efectúan un análisis comparativo con los países de la OCDE, que arroja que el sistema tributario de los países desarrollados presenta un nivel de vulnerabilidad muy inferior al de los países latinoamericanos, incluso que los mejor rankeados dentro de la región.

Frente a esta realidad, se debe avanzar hacia el diseño de una política de gasto que establezca reglas de ejecución presupuestaria en base a la situación cíclica de las variables que más influyen en el nivel de ingresos fiscales⁶⁴. Esto permitirá ahorrar recursos en los períodos de condiciones favorables de precios y demanda de materias primas, que tienden a coincidir con fases expansivas de la actividad económica. Los recursos ahorrados podrán ser aplicados para sostener el nivel de gasto público en los períodos de condiciones desfavorables, evitando los típicos ajustes presupuestarios pro-cíclicos forzados por la caída de la recaudación en las fases negativas de la actividad económica.

3. Los avances en el plano institucional deben consolidarse y complementarse con el diseño de una estructura del Estado mucho más eficiente, que se concentre en sus funciones específicas y libere recursos para las actividades productivas. Para reducir definitivamente la vulnerabilidad externa que ha afectado crónicamente a la región y alcanzar una mejora significativa en el crecimiento potencial de largo plazo, se debe avanzar en una serie de reformas que en los últimos años han quedado postergadas. Edwards (2007) enumera una serie de factores "institucionales" que son determinantes

64 Una vez más, la referencia obligada es el caso de Chile con la determinación del precio del cobre de largo plazo para el cálculo del resultado fiscal estructural.

-estadísticamente significativos en sus cálculos econométricos- para la dinámica de crecimiento a largo plazo: la protección de los derechos de propiedad, el control de la corrupción, la eficiencia y la independencia del poder judicial, el imperio de la ley, la fortaleza de las instituciones democráticas. Este último factor es sin duda en el que más se ha avanzado, pero en el resto se requieren cambios profundos.

5. Reflexiones finales

La mayoría de los países latinoamericanos lograron una sensible mejora de sus fundamentos macroeconómicos en el período 2003-2008, a partir de condiciones externas excepcionalmente favorables y algunos aciertos propios. Esto les permitió afrontar la actual crisis financiera global mejor preparados que en cualquiera de los numerosos episodios disruptivos que asolaron la región en las últimas décadas. Sin embargo, debido a la virulencia inusitada del shock más reciente, las fortalezas adquiridas no fueron suficientes para evitar que los países de la región sean arrastrados a la recesión hacia el cuarto trimestre de 2008, echando por tierra las expectativas de "decoupling" que habían proliferado hasta mediados del último año.

Pese al deterioro ocasionado por el cataclismo global, en general los fundamentos macro se han mantenido a flote, contribuyendo a evitar consecuencias mucho más graves y facilitando la rápida adopción de medidas compensatorias de política monetaria y fiscal, al mismo tiempo que generan condiciones para una recuperación más rápida y vigorosa en cuanto la economía global logre estabilizarse. Esto ha podido comprobarse desde principios de marzo, cuando las primeras señales tentativas de estabilización en la economía de EEUU, junto con los primeros efectos de las medidas compensatorias adoptadas por los gobiernos de la región, han fomentado una vigorosa reacción de las variables financieras así como señales incipientes de recuperación económica. Aun es aventurado aseverar que lo peor ha quedado atrás, y, pese al ali-

vio que genera la recuperación que han experimentado los mercados de capitales en todo el mundo, el grado de deterioro que presentan los fundamentos económicos en EEUU, así como en otros países desarrollados y algunos emergentes, no permiten mucho espacio para entusiasmarse con una recuperación vigorosa. Pero bastaría con que la economía global no vuelva a entrar en caída libre, para que Latinoamérica retorne a la senda del crecimiento.

De todos modos, la principal lección que deja la crisis es que el manejo prudente de la política económica y el consiguiente fortalecimiento macroeconómico de los últimos años ha rendido altos dividendos, pero no son suficientes para reducir en forma decisiva la vulnerabilidad externa ni para fomentar una tasa más elevada de crecimiento a largo plazo. Por ello es necesario avanzar en las mejoras fiscales e institucionales que hasta ahora han sido postergadas.

Apéndice I. Desarrollos recientes⁶⁵

Los síntomas alentadores que se advertían a mediados de año se han consolidado y profundizado desde entonces. Esto se refleja en que las economías latinoamericanas en su conjunto están mostrando una trayectoria de recuperación bastante más favorable que lo que se proyectaba a mediados de año. El Cuadro 8 contiene las estimaciones actualizadas de crecimiento del PBI para 2009 y 2010 del FMI así como el consenso de las estimaciones privadas.

⁶⁵ Actualización a Octubre de 2009

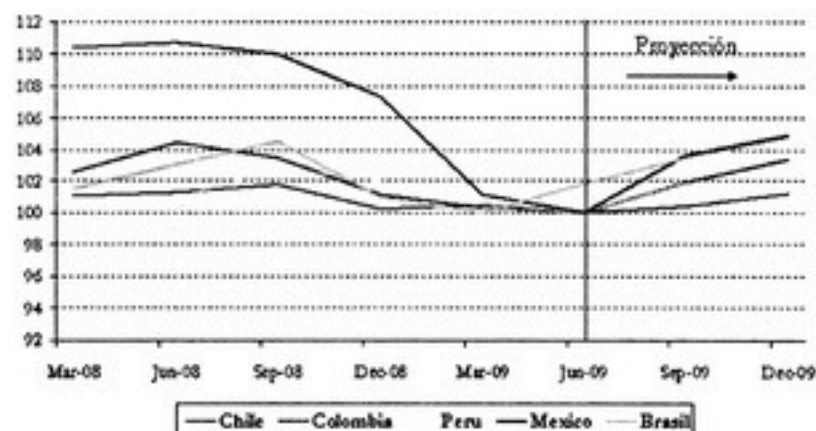
Cuadro 8. Actualización de Proyecciones de Crecimiento del PBI para 2009-2010

	Estimaciones Actualizadas a Octubre 2009				Diferencia versus Estimaciones a Julio de 2009			
	En porcentaje		En puntos porcentuales		En porcentaje		En puntos porcentuales	
	2009a	2010a	2009a	2010a	2009a	2010a	2009a	2010a
Argentina	-2.5	-2.2	1.5	1.8	-1.0	-0.4	+0.8	+0.1
Brasil	-0.7	0.0	3.5	4.2	+0.6	+1.0	+1.0	+1.3
Chile	-1.7	-1.5	4.0	3.6	-1.8	-0.8	+1.0	+0.2
Colombia	-0.5	-0.5	2.5	2.5	-0.3	+0.5	+1.2	+0.3
Ecuador	-1.0	-1.5	1.5	1.5	+1.0	-0.5	+0.5	+1.0
México	-7.3	-6.8	3.3	2.9	-	-1.6	+0.5	+1.1
Perú	1.5	1.5	4.5	4.3	-2.0	-1.0	+1.5	+0.2
Uruguay	0.6	-	3.5	-	-0.7	-	+1.5	-
Venezuela	-2.0	-1.7	0.4	0.2	+0.2	-0.7	+0.1	+0.5
Promedio Latino	-2.1	-2.1	2.9	3.0	+0.1	-0.4	+0.6	0.7

Fuente: IIE-USAL en base a datos del FMI y Bloomberg

Las nuevas estimaciones incorporan la expectativa de que varias de las economías de la región –Chile, México, Perú, Colombia– han tocado el fondo de la recesión en el segundo trimestre de 2009, iniciando la recuperación a partir del tercer trimestre. La excepción notoria es Brasil, que llegó al piso de la recesión en el primer trimestre y ya en el segundo registró una vigorosa recuperación.

Gráfico 13. Evolución del PBI Real. 1er. Trim. 2008 – 4to. Trim. 2009



100 = trimestre en el que la recesión toca fondo. Brasil: 1er. Trim. 2009, Resto: 2do. Trim. 2009

Fuente: IIE-USAL en base a datos y estimaciones de consenso de Bloomberg

La mejora prevista para el segundo semestre de 2009 y 2010 se sustenta en:

- **Una mejora de las condiciones financieras globales más rápida que lo contemplado por la mayoría de los pronósticos oficiales y privados**, que alentó el restablecimiento de los flujos internacionales de capital hacia aquellos países y regiones con mejores perspectivas a mediano y largo plazo, en especial los países emergentes de Asia y Latinoamérica. Esto se tradujo en una sensible baja de los spreads de deuda soberana, que volvieron a los niveles que presentaban antes de la quiebra de Lehman Brothers y se aproximan a los mínimos alcanzados a principios de 2007. Por otra parte, la Inversión Extranjera Directa hacia los países de la región, si bien va a terminar el año 2009 por debajo de los niveles récord de 2007 y 2008, se está manteniendo en un nivel históricamente alto. En este contexto, Brasil alcanzó la calificación Investment-Grade (Grado de Inversión) plena, mientras que Perú y Colombia están cerca de conseguirla.
- **La vigorosa recuperación de China y su efecto positivo sobre los precios de commodities**. China cerrará el año 2009 con un crecimiento del PBI por encima del 8%, superando las metas oficiales, y para el año 2010 se proyecta una aceleración del crecimiento a alrededor del 10%. Teniendo en cuenta la influencia decisiva que tiene la demanda de China en la mayoría de los mercados internacionales de materias primas, el consiguiente rebote en los precios tiende a atenuar el impacto negativo sobre los términos de intercambio de la mayoría de los países latinoamericanos provocado por el derrumbe en el segundo semestre de 2008. De esta forma, el deterioro en el saldo de cuenta corriente de los países de la región termina siendo mucho más acotado que lo previsto en las estimaciones originales.
- **El impacto positivo de las medidas de estímulo adoptadas por los países de la región**. En general, los bancos centrales continuaron profundizando la política de baja de tasas iniciada entre fines

de 2009 y comienzos de 2009, aproximándose a fin de año con un nivel de tasas inferior a lo que incorporaban las expectativas de mercado en julio. Así, en Brasil la tasa SELIC se ubica en 8,25%, acumulando una baja de 550 puntos básicos, cuando se esperaba que llegara a un piso de 8,75%. En Chile, la tasa llegó a un piso de 0,50%, bajando un total de 775 puntos básicos, cuando se esperaba que no bajara del 0,75% que había alcanzado en junio. El Banco Central de Perú es el que más sorprendió al mercado, llevando la tasa de referencia a 1,25%, cuando las expectativas apuntaban a un piso de 2,75%. En los casos de México y Colombia, en cambio, las bajas de tasas se ajustaron a las expectativas, llegando a un piso de 4,50% en ambos casos. Estas bajas de tasas que superaron en magnitud a las expectativas alcanzando niveles récord constituyeron un soporte adicional para la demanda interna.

- **Comportamiento benigno de la inflación y de las expectativas inflacionarias.** En los países mencionados en el párrafo anterior, la inflación continuó declinando desde mediados de año, lo que se vio reflejado en un descenso paralelo de las expectativas inflacionarias para fines de 2009. Aún cuando se espera un rebote de la inflación para fines de 2010, en todos los casos las expectativas apuntan a que la inflación se mantendrá dentro del rango de las metas de inflación establecidas por los respectivos bancos centrales. Sin duda, este comportamiento favorable de la inflación fue clave para que los bancos centrales pudieran profundizar la política de baja de tasas. Más aun, como no se espera un deterioro significativo en el frente inflacionario de cara al año próximo, en general se espera que los bancos centrales no empiecen a revertir las bajas de tasas hasta mediados del año próximo, pese a la recuperación que ya está evidenciando el nivel de actividad.

De todos modos, la clara mejora que presenta la situación regional no significa que el escenario esté exento de riesgos:

- En el plano internacional, el crecimiento que mostraron varias de las economías desarrolladas en el tercer trimestre no alcanza para despejar las dudas respecto a la continuidad y la solidez de la recuperación en los próximos trimestres. Por otra parte, existen temores de que la agresividad de las políticas expansivas de China, si no son retiradas a tiempo, termine generando una burbuja, que en caso de explotar tenga consecuencias nefastas.
- En el plano doméstico, la expansión fiscal que implementaron algunos países de la región han generado un deterioro de la situación fiscal que plantea cierta incertidumbre respecto a la trayectoria futura del stock de deuda pública. El caso más notable es el de México, uno de los países latinoamericanos que más sufrieron la crisis y donde existen temores de que el deterioro fiscal lleve a una baja de la calificación soberana. Pero Brasil, en menor medida, muestra una dinámica fiscal mucho menos virtuosa que en años anteriores. También la estrategia de salida de las medidas de estímulo monetario plantea un desafío. Más allá de que por el momento la inflación no sea una amenaza, mantener las tasas en niveles excesivamente bajos por períodos prolongados puede alimentar presiones inflacionarias a futuro que luego sean muy costosas para controlar. Por último, siempre están latentes ciertas tendencias proteccionistas que, en caso de materializarse, tendrían consecuencias negativas sobre el potencial de crecimiento de los países de la región.
- Por último, un riesgo que, gracias a los avances institucionales en varios países latinoamericanos, hoy se presenta mucho más atenuado es el derivado de los procesos electorales, aunque es un tema para monitorear de cerca debido a la gran cantidad de elecciones presidenciales que se concretarán en el próximo año en la región, destacándose los casos de Uruguay, Chile y Brasil.

Referencias

- [1] BARRO, ROBERT Y XAVIER SALA-I-MARTIN (1995): *Economic Growth*, McGraw-Hill.
- [2] BRANSTETTER, LEE Y NICHOLAS LARDY (2006): "China's Embrace of Globalization", *NBER Working Paper* No. 12373. National Bureau of Economic Research.
- [3] CALVO, GUILLERMO (1996): "Capital Flows and Macroeconomic Management: Tequila Lessons," *International Journal of Finance & Economics*, 1, 207-223.
- [4] CATÃO, LUIS A.V. (2007): "Retrospectiva Latinoamericana", *Finanzas y Desarrollo*, 44 (4), Washington, D.C., FMI, diciembre.
- [5] CEPAL (2009a): "La Actual Crisis Financiera Internacional y sus Efectos en América Latina y el Caribe" (*LC/L.2999*) CEPAL, Santiago de Chile, enero.
- [6] CEPAL (2009b): "La Reacción de los Gobiernos de las Américas Frente a la Crisis Internacional: Una Presentación Sintética de las Medidas de Política Anunciadas hasta el 31 de Mayo de 2009" (*LC/L.3025/Rev.1*) Santiago de Chile, 1 de junio.
- [7] CEPAL (2009c): "La Inversión Extranjera Directa en América Latina y el Caribe, 2008", *Documento Informativo CEPAL*, Santiago de Chile, mayo.
- [8] DOMINGUEZ, KATHRYN Y LINDA TESAR (2005): "International Borrowing and Macroeconomic Performance in Argentina", *NBER Working Paper* No. 11353. National Bureau of Economic Research.
- [9] EDWARDS, SEBASTIÁN (2007): "Crises and growth: a Latin American perspective", *NBER Working Paper* No 13019. National Bureau of Economic Research.
- [10] EICHENGREEN, BARRY (1999): "Toward A New International Financial Architecture: A Practical Post-Asia Agenda", *Institute for International Economics*.
- [11] EICHENGREEN, BARRY (2002): *Financial Crises and What to Do about Them*. New York:, Oxford University Press.
- [12] FANELLI, JOSÉ MARÍA Y JUAN PABLO JIMÉNEZ (2009): "Crisis, Vo-

- latitud, Ciclo y Política Fiscal en América Latina" (LC/L.3038) CEPAL, Santiago de Chile, 15 de mayo.
- [13] FEENSTRA, ROBERT Y SHANG-JIN WEI (2009): Introduction to "China's Growing Role in World Trade", *NBER Working Paper* No. 14716. National Bureau of Economic Research.
 - [14] FOGEL, ROBERT (2004): "High Performing Asian Economies", *NBER Working Paper* No. 10752. National Bureau of Economic Research.
 - [15] FOGEL, ROBERT (2006): "Why China is Likely to Achieve its Growth Objectives", *NBER Working Paper* No. 12122. National Bureau of Economic Research.
 - [16] INTERNATIONAL MONETARY FUND (2001): "The Global Economy After September 11", *World Economic Outlook*, Washington, D.C., December.
 - [17] INTERNATIONAL MONETARY FUND (2002): "Recessions and Recoveries", *World Economic Outlook*, Washington, D.C., April.
 - [18] INTERNATIONAL MONETARY FUND (2009a): "The State of Public Finances: Outlook and Medium-Term Policies After the 2008 Crisis", Washington, D.C., March 6
 - [19] INTERNATIONAL MONETARY FUND (2009b): "From Recession to Recovery: How Soon and How Strong?", *World Economic Outlook*, Washington, D.C., April.
 - [20] INTERNATIONAL MONETARY FUND (2009c): "Los Fundamentos más Sólidos Dan Dividendos", *Perspectivas Económicas: Las Américas*, mayo
 - [21] FREEDMAN, CHARLES Y OTROS (2009): "The Case for Global Fiscal Stimulus", *IMF Staff Position Note*, (SPN/09/03) Washington, D.C., FMI, March 6.
 - [22] GALINDO, ARTURO Y ALEJANDRO IZQUIERDO (2003): "Sudden Stops and Exchange Rate Strategies in Latin America", *BID, Working Paper #484*, February.
 - [23] GÓMEZ SABAINI, JUAN CARLOS Y JUAN PABLO JIMÉNEZ (2009): "El Papel de la Política Tributaria frente a la Crisis Global: Consecuencias y Perspectivas, 2009" (LC/L.3037) CEPAL, Santiago de Chile, 15 de mayo.

- [24] IZQUIERDO, ALEJANDRO, RANDALL ROMERO Y ERNESTO TALVI (2008): "Booms and Busts in Latin America: The Role of External Factors", *Working Paper # 631*, BID, February
- [25] KOHN, DONALD L. (2008): "Global Economic Integration and Decoupling", discurso en el *International Research Forum on Monetary Policy*, Frankfurt, Germany, June 26. Acceso en Internet: <http://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/kohn20080626a.htm>
- [26] LIN, JUSTIN YIFU, FANG CAI, AND ZHOU Li (2003): "The China Miracle: Development Strategy and Economic Reform", *Sha Tin N. T.*, Hong Kong: Chinese University Press for the Hong Kong Centre for Economic Research and the International Center for Economic Growth.
- [27] MAURO, PAOLO (1995): "Corruption and Growth", *The Quarterly Journal of Economics*, 110 (3), Aug., 681-712.
- [28] MILLER, JEFFREY (2005): "Corporate Scandals and their Macroeconomic Impact". Acceso en Internet: http://www.bizethics.org/files/Corporate_Scandals_and_MacroeconomicImpact.ppt#256,1, *Corporate Scandals and their Macroeconomic Impact*
- [29] OCAMPO, JOSÉ ANTONIO (2008): "El auge económico latinoamericano", *Revista de Ciencia Política*, 28(1) 7-33, Instituto de Ciencia Política, Pontificia Universidad Católica de Chile, Santiago de Chile.
- [30] ROSE-ACKERMAN, SUSAN (1978): "Corruption - A study in political economy", *NCJRS*.
- [31] RUBINI, HÉCTOR (2009): "La economía de los Estados Unidos en transición: una visión desde Argentina", *Estudio Especial N° 1*, Instituto de Investigaciones Económicas, Universidad del Salvador, Buenos Aires, Marzo.
- [32] STIGLITZ, JOSEPH E. (2009): "How to Fail to Recover", Project Syndicate, March 15. Acceso en Internet: <http://www.project-syndicate.org/commentary/stiglitz110>
- [33] THE ECONOMIST (2008): "Decoupling is not a myth", March 6th.
- [34] UNIVERSIDAD DEL SALVADOR, INSTITUTO DE INVESTIGACIONES ECONÓMICAS (2009): *Informe Económico Mensual*, Buenos Aires, mayo